

**AUSKAUF VON MINDERHEITSAKTIONÄREN NACH SCHWEIZERISCHEM
KAPITALMARKTRECHT -
EINE EMPIRISCHE ANALYSE
ÖFFENTLICHER ÜBERNAHMEANGEBOTE**

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften
an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Julius-Maximilians-Universität Würzburg

Vorgelegt von
Diplom-Kauffrau Silvia Schilling
aus Würzburg

Würzburg 2013

Erstgutachter:

Prof. Dr. Ekkehard Wenger

Meinen Eltern

INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VIII
TABELLENVERZEICHNIS.....	X
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XIII
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Aufbau der Untersuchung.....	5
2 Öffentliche Übernahmeangebote	7
2.1 Motive für die Lancierung eines öffentlichen Übernahmeangebots.....	7
2.2 Gesetzliche Grundlagen.....	11
2.2.1 Gesetzeslage vor Inkrafttreten des Börsengesetzes.....	12
2.2.2 Gesetzeslage nach Einführung des Börsengesetzes.....	13
2.2.2.1 Anwendungsbereich.....	15
2.2.2.2 Kontrollinstanzen.....	18
2.2.2.2.1 Prüfstelle	18
2.2.2.2.2 Übernahmekommission.....	20
2.2.2.3 Veröffentlichungsvorschriften.....	23
2.2.2.4 Gleichbehandlungsgrundsatz.....	24
2.2.2.5 Meldepflicht und Offenlegung	26
2.2.2.6 Parteistellung	27
2.2.2.7 Gerichtsstand	28
2.3 Zeitplan eines öffentlichen Übernahmeangebots.....	29
2.4 Ablauf eines öffentlichen Übernahmeangebots	31
2.4.1 Due Diligence	31
2.4.2 Voranmeldung.....	36
2.4.3 Angebotsprospekt.....	40
2.4.3.1 Gegenstand des Angebots.....	41
2.4.3.2 Angebotsfrist	42
2.4.3.3 Angebotspreis	45
2.4.3.3.1 Art der Gegenleistung	46
2.4.3.3.2 Mindestpreisvorschriften	48
2.4.3.3.3 Mindestpreise im Zeitraum von 1998 bis 2008.....	51
2.4.3.3.4 Kontrollprämien	53
2.4.3.3.5 Gegenleistung bei unterschiedlichen Beteiligungspapieren.....	56

2.4.3.3.6	Angebotspreiserhöhungen	56
2.4.3.3.7	Sonderfälle	58
2.4.3.4	Bedingungen	59
2.4.3.5	Angaben über den Anbieter	69
2.4.3.6	Finanzierung des Angebots	73
2.4.3.7	Fairness Opinion	74
2.4.3.7.1	Auftraggeber der Fairness Opinion	76
2.4.3.7.2	Ersteller der Fairness Opinion	76
2.4.3.7.3	Offenlegungsanforderungen	77
2.4.3.7.4	Bewertungsmethoden	79
2.4.3.7.5	Discounted Cash Flow Methode	80
2.4.3.7.6	Trading und transaction Multiples	89
2.4.3.7.7	Net Asset Value	90
2.4.3.7.8	Abweichung des Unternehmenswerts vom Angebotspreis	91
2.4.3.7.9	Bewertungsbericht	94
2.4.3.8	Bericht des Verwaltungsrats	95
2.4.4	Ergebnis und Vollzug des Angebots	104
2.5	Pflichtangebote und freiwillige Angebote	111
2.5.1	Besondere Vorschriften für Pflichtangebote	112
2.5.2	Empirische Befunde	119
2.6	Feindliche Angebote	120
2.7	Konkurrierende Angebote	137
2.8	Steuerliche Aspekte	145
2.9	Vergleich der Schweizer und deutschen Übernahmegesetzgebungen	152
2.9.1	Öffentliche Kaufangebote in Deutschland	152
2.9.2	Vergleich der Gesetzgebungen	156
3	Ausschluss von Minderheitsaktionären	158
3.1	Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere	158
3.2	Squeeze-out Merger	173
3.3	Vergleich der Schweizer und deutschen Ausschlussmöglichkeiten	176
3.3.1	Ausschlussmöglichkeiten nach deutschem Recht	176
3.3.1.1	Aktienrechtlicher Squeeze-out in Deutschland	176
3.3.1.2	Übernahmerechtlicher Squeeze-out in Deutschland	178
3.3.1.3	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out in Deutschland	180
3.3.2	Vergleich der Gesetzgebungen bezüglich des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	180
4	Übernahmeprämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten	182

4.1 Untersuchungsdesign und Datenbasis	182
4.1.1 Festlegung des Zeitpunkts bzw. Zeitraums der vorangegangenen Kursentwicklung.....	182
4.1.2 Definition der Übernahmeprämien.....	183
4.1.3 Beschreibung der Stichprobe	185
4.1.4 Bestimmung des Kalkulationszinssatzes	187
4.1.5 Signifikanztest.....	189
4.2 Ergebnisse bisheriger Untersuchungen.....	190
4.2.1 Schweizer Übernahmestudien.....	190
4.2.2 Deutsche Übernahmestudien.....	193
4.2.3 US-amerikanische Übernahmestudien.....	199
4.2.4 Länderübergreifende Übernahmestudien.....	203
4.3 Darstellung der eigenen Ergebnisse	206
4.3.1 Erfolg des Angebots	211
4.3.2 Bewertungsergebnis der Fairness Opinion	214
4.3.3 Konkurrierende Angebote.....	215
4.3.4 Freundliche Angebote versus feindliche Angebote.....	216
4.3.5 Kaufangebote versus Tauschangebote.....	219
4.3.6 Freiwillige Angebote versus Pflichtangebote	221
4.3.7 Anbieter	222
4.3.7.1 Nationalität des Anbieters	222
4.3.7.2 Stimmrechtsanteil des Anbieters an der Zielgesellschaft.....	225
4.3.7.3 Strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften	231
4.3.8 Bedingte Angebote versus bedingungslose Angebote.....	235
4.3.9 Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere	236
5 Kursreaktionen auf die Ankündigungen öffentlicher Übernahmeangebote	239
5.1 Ergebnisse bisheriger Ereignisstudien.....	239
5.1.1 Deutsche Ereignisstudien.....	240
5.1.2 US-amerikanische Ereignisstudien.....	246
5.1.3 Europäische Ereignisstudien.....	249
5.2 Untersuchungsdesign und Datenbasis	252
5.2.1 Konzeption einer Ereignisstudie	252
5.2.1.1 Berechnung der Renditen	253
5.2.1.2 Analysemodelle zur Ermittlung der erwarteten Renditen.....	255
5.2.1.2.1 Mittelwertmodell	255
5.2.1.2.2 Marktmodell	256
5.2.1.2.3 Marktbereinigtes Modell.....	258

5.2.2	Signifikanztests zur Überprüfung der Untersuchungsergebnisse	258
5.2.3	Beschreibung der Stichprobe	259
5.3	Darstellung der eigenen Ergebnisse	260
5.3.1	Erfolg des Angebots	266
5.3.2	Übernahmeprämien	269
5.3.3	Bewertungsergebnis der Fairness Opinion	271
5.3.4	Konkurrierende Angebote.....	273
5.3.5	Konzernumstrukturierungen	276
5.3.6	Freundliche Angebote versus feindliche Angebote.....	277
5.3.7	Kaufangebote versus Tauschangebote.....	279
5.3.8	Freiwillige Angebote versus Pflichtangebote	283
5.3.9	Anbieter	284
5.3.9.1	Nationalität des Anbieters	284
5.3.9.2	Stimmrechtsanteil des Anbieters an der Zielgesellschaft	287
5.3.9.3	Strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften	291
5.3.10	Bedingungen	293
5.3.11	Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere	295
5.3.12	Erfolgreiche Angebote versus gescheiterte Angebote	296
6	Schlussbetrachtung und Ausblick.....	300
	ANHANG.....	307
	LITERATURVERZEICHNIS	458

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Motive für die Lancierung eines Übernahmeangebots	9
Abb. 2: Zeitplan für den Ablauf eines öffentlichen Übernahmeangebots mit anschließender Kraftloserklärung	29
Abb. 3: Voranmeldungen im Zeitablauf	37
Abb. 4: Gegenleistung im Zeitablauf	46
Abb. 5 : Bedingte und bedingungslose Angebote	59
Abb. 6: Minimum Limen	65
Abb. 7 : Verteilung der Stimmrechte des Anbieters im Zeitpunkt der Lancierung des Angebots	71
Abb. 8: Verteilung der von dem Anbieter in den letzten 12 Monaten vor Unterbreitung des Angebots erworbenen Stimmrechte	73
Abb. 9 : Anzahl Fairness Opinions im Jahresvergleich	75
Abb. 10: Discount auf den NAV bezogen auf den Angebotspreis	91
Abb. 11: Prozentuale Abweichung des Angebotspreises vom Unternehmenswert	92
Abb. 12: Pflichtangebote und freiwillige Angebote	119
Abb. 13: Freundliche, feindliche und neutrale Angebote	121
Abb. 14: Ablauf eines öffentlichen Angebots zum Erwerb von Wertpapieren in Deutschland	154
Abb. 15: Kraftloserklärungen im Jahresvergleich	158
Abb. 16: Anzahl der Tage zwischen dem Vollzug des Angebots und der Veröffentlichung des Urteils der Kraftloserklärung	171
Abb. 17: Alternativenanlagen: SPI und SBI	188
Abb. 18: Schweizer und österreichische Übernahmeprämien im Vergleich	207
Abb. 19: Entwicklung der kurzfristigen Angebotsprämien im Zeitablauf	208
Abb. 20: Entwicklung der langfristigen Angebotsprämien im Zeitablauf	209
Abb. 21: Langfristige Prämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen des Anbieters ...	228

Abb. 22: Kurzfristige Prämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen des Anbieters ...	229
Abb. 23: Durchschnittliche abnormale Renditen und DKAR um den Ankündigungstag für die Gesamtstichprobe	261
Abb. 24: DKAR der Gesamtstichprobe für verschiedene Ereignisperioden	263
Abb. 25: Überrenditen im Zeitablauf	264
Abb. 26: DKAR [-60;+60] der Angebote in zeitlicher Rangfolge	265
Abb. 27: Lang- und mittelfristige DKAR der einzelnen Stimmrechtsgruppen	289
Abb. 28: Kurzfristige DKAR der einzelnen Stimmrechtsgruppen	290

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Konzernumstrukturierungen	17
Tab. 2: Urteile des Bundesgerichts im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten	22
Tab. 3: Due Diligence-Klauseln in den zwischen 1998 und 2008 publizierten Vorankündigungen	34
Tab. 4: Angebotspreiserhöhungen	57
Tab. 5: Bedingungen	68
Tab. 6: Einteilung der Übernahmeangebote in Abhängigkeit der Stimmrechte des Anbieters bei Lancierung des Angebots	71
Tab. 7: Ersteller der Fairness Opinions	77
Tab. 8: Offenlegungsanforderungen der UEK	78
Tab. 9: Verwendete Bewertungsmethoden	80
Tab. 10: Datengrundlage für die Berechnung des Basiszinses	83
Tab. 11: Durchschnittswerte der Bewertungsparameter beim DCF-Verfahren	88
Tab. 12: Verteilung der Angebotspreise im Hinblick auf die errechnete Spanne des Unternehmenswerts.....	93
Tab. 13: Abgangsentschädigungen und Bonuszahlungen	99
Tab. 14: Nicht zustande gekommene Angebote	108
Tab. 15: Zukunft der Zielgesellschaft nach Ablauf der Nachfrist	111
Tab. 16: Fristen konkurrierender Übernahmeangebote	140
Tab. 17: Break fee-Vereinbarungen	144
Tab. 18: Vergleich der Übernahmeregeln in der Schweiz und in Deutschland	145
Tab. 19: Anzahl Tage zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung	157
Tab. 20: Vergleich der Squeeze-out-Regelungen in der Schweiz und in Deutschland	181
Tab. 21: Angebotsprämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz	206
Tab. 22: Prämien illiquider und liquider Aktien	211
Tab. 23: Prämien in Abhängigkeit vom Erfolg nach Ablauf der Angebotsfrist	212
Tab. 24: Prämien in Abhängigkeit vom Erfolg nach Ablauf der Nachfrist	213
Tab. 25: Prämien in Abhängigkeit des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode	214
Tab. 26: Prämien konkurrierender Angebote im Vergleich zu den übrigen Angeboten	215

Tab. 27: Prämien freundlicher und feindlicher Angebote	216
Tab. 28: Prämien bei Kaufangeboten und Tauschangeboten	219
Tab. 29: Prämien bei Kaufangeboten und reinen Tauschangeboten	220
Tab. 30: Prämien bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten	221
Tab. 31: Prämien bei unterschiedlicher Nationalität des Anbieters	223
Tab. 32: Prämien bei unterschiedlicher Nationalität und Differenzierung zwischen freundlichen und feindlichen Angeboten	225
Tab. 33: Prämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen des Anbieters	227
Tab. 34: Prämien, die von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften geboten werden	232
Tab. 35: Prämien bedingter und bedingungsloser Angebote	235
Tab. 36: Prämienvergleich der Angebote, die zu einer Kraftloserklärung führten, mit den übrigen Angeboten	237
Tab. 37: DKAR für alle Unternehmen	261
Tab. 38: DKAR für illiquide und liquide Titel	266
Tab. 39: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg nach Ablauf der Angebotsfrist	267
Tab. 40: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg am Ende der Nachfrist	268
Tab. 41: DKAR bei unterschiedlichen Übernahmeprämien, bezogen auf den Durchschnittskurs 12 Monate vor der Ankündigung	269
Tab. 42: DKAR für Übernahmeprämien, bezogen auf den Stichtagskurs einen Tag vor der Ankündigung	270
Tab. 43: DKAR für den Vergleich des Angebotspreises mit der mittels der DCF-Methode errechneten Bewertungsspanne	272
Tab. 44: DKAR für konkurrierende Angebote	274
Tab. 45: DKAR für konkurrierende Angebote: Vergleich des ersten Angebots mit dem zweiten Angebot	275
Tab. 46: DKAR für Konzernumstrukturierung	276
Tab. 47: DKAR für freundliche und feindliche Angebote	277
Tab. 48: DKAR für (reine) freundliche und neutrale Angebote	279
Tab. 49: DKAR für Kaufangebote und Tauschangebote	280
Tab. 50: DKAR für Kauf- und reine Tauschangebote	281
Tab. 51: DKAR für freiwillige Angebote und Pflichtangebote	283
Tab. 52: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter	285

Tab. 53: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität und Differenzierung in freundliche und feindliche Angebote	286
Tab. 54: DKAR für Stimmrechte größer und kleiner 50%	287
Tab. 55: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechten der Anbieter	288
Tab. 56: DKAR bei der Unterscheidung der verschiedenen Investoren	292
Tab. 57: DKAR bei bedingten und bedingungslosen Angeboten	294
Tab. 58: Vergleich der DKAR für Angebote, die zu einer Kraftloserklärung führten, mit den übrigen Angeboten	295
Tab. 59: DKAR für erfolgreiche und gescheiterte Angebote	296
Tab. 60: Langfristige DKAR bei gescheiterten Angeboten	297

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
ADR	American Depositary Receipts
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AR	abnormale Rendite
Art.	Artikel
B&G	Beherrschung- und Gewinnabführung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel (außer Kraft gesetzt zum 1. Januar 2009)
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel
BGE	Bundesgerichtsentscheid
BGG	Bundesgesetz über das Bundesgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFD	Contract for Difference
CHF	Schweizer Franken
Cons.	Considérants bzw. Considerations
CVR	Contingent Value Right
DAFOX	Deutscher Aktien-Forschungsindex
DCF	Discounted Cash Flow
DGB	Bundesgesetz über die direkte Besteuerung
DKAR	durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite
DM	Deutsche Mark

EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
Empf.	Empfehlung
Erw.	Erwägung
EU-FKVO	EU-Fusionskontrollverordnung
f.	folgende Seite
ff.	folgende Seiten
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FN	Fußnote
FO	Fairness Opinion
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung
GBP	Britische Pfund
GestG	Bundesgesetz über den Gerichtsstand in Zivilsachen
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GV	Generalversammlung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	Handelsgesetzbuch
HRegV	Handesregisterverordnung
Hrsg.	Herausgeber
i.V.m.	in Verbindung mit
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPRG	Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht
J	Jahr(e)
Jg.	Jahrgang
k.A.	keine Angabe
KAR	kumulierte abnormale Rendite
KG	Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen
KR	Kotierungsreglement der Schweizer Börse
KR-GO	Gebührenordnung zum Kotierungsreglement der Schweizer Börse
LBO	Leveraged Buy-out

lit.	Littera
ln	natürlicher Logarithmus
M	Monat(e)
M&A	Mergers and Acquisitions
MAC	Material Adverse Change
Mio.	Million(en)
NAV	Net Asset Value
Nr.	Nummer
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
o.V.	ohne Verfasser
OR	Obligationenrecht
p.a.	per annum
RLCG SIX	Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance der Schweizer Börse
RL-Dekotierung	Richtlinie betreffend die Dekotierung von Valoren
RLFB	Richtlinie betreffend Anforderungen an die Finanzberichterstattung
R-UEK	Reglement der Übernahmekommission (außer Kraft gesetzt zum 1. Januar 2009)
S.	Seite
SA bzw. S.A.	Société anonyme
SBI	Swiss Bond Index
SHAB	Schweizerisches Handelsamtsblatt
SLI	Swiss Leader Index
SMI	Swiss Market Index
SPI	Swiss Performance Index
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren
StG	Bundesgesetz über die Stempelabgaben
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch
StHG	Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden
SWX	SWX Swiss Exchange (früherer Name der Schweizer Börse; aktueller Name: SIX Swiss Exchange)
T	Tag(e)

Tab.	Tabelle
u.	und
UEK	Übernahmekommission
UEV	Übernahmeverordnung
UEV-UEK	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (außer Kraft gesetzt zum 1. Januar 2009)
UK	Großbritannien
UmwG	Umwandlungsgesetz
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UWG	Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
vgl.	vergleiche
volumenber.	volumenbereinigt
VR	Verwaltungsrat
VStG	Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer
VStrR	Bundesgesetz über das Verwaltungsstrafrecht
VStV	Vollziehungsverordnung zum Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer
W	Woche(n)
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
www	World Wide Web
z.B.	zum Beispiel
ZPO	Schweizerische Zivilprozessordnung

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Während Going Private Transaktionen beispielsweise in den USA oder auch in Deutschland theoretisch und empirisch in vielerlei Hinsicht untersucht wurden, existieren für den Schweizer Kapitalmarkt keine umfassenden empirischen Analysen.

Da Minderheitsaktionäre von vielen Kapitalmarktteilnehmern häufig als lästig empfunden werden,¹ wurde aber auch in der Schweiz schon immer nach Möglichkeiten gesucht, um sich unliebsamer Minderheiten zu entledigen, auch wenn deren Möglichkeiten, sich gegen Übervorteilung durch den Großaktionär zu wehren, in der Schweiz – vorsichtig ausgedrückt – stark unterentwickelt sind.²

Ein Mehrheitsaktionär hat zwar durch seinen bedeutenden Stimmrechtsanteil die Möglichkeit, Generalversammlungsbeschlüsse in seinem Sinne durchzusetzen, jedoch muss er immer noch einen Gewinn mit den Minderheitsaktionären teilen, und die Gesellschaft selbst ist weiterhin zur ausführlichen Berichterstattung verpflichtet. Die vollständige Einbindung in einen Konzern kann der Mehrheitsaktionär nur dann erreichen, wenn er die Alleinherrschaft über die Zielgesellschaft innehat. Dies wiederum bedeutet, dass die Ausschlussmöglichkeiten die Konzernbildung vereinfachen.³

Deshalb wurde schon vor Inkrafttreten des Börsengesetzes im Jahr 1998 nach Möglichkeiten für die Eliminierung von Minderheitsaktionären gesucht, mit der Begründung, dass „dadurch Reibungsverluste in der Form von Anfechtungs- und Verantwortlichkeitsklagen vermieden werden, und die Gesamtgesellschaft damit effizienter geleitet werden kann“.⁴

Ein einzelner Aktionär kann nach dem Aktienrecht mittels Kaduzierung gemäß Art. 681 f. OR aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden, wenn er die ihm auferlegte Liberierungspflicht missachtet. Daneben besteht die Möglichkeit, einen Aktionär gemäß Art. 686a OR aus dem Aktienbuch zu streichen, wenn der Erwerb der Aktien durch falsche Angaben zustande

¹ Vgl. RICHARD(2002), S. 376ff.

² In der rechtsvergleichenden Literatur gilt die Schweiz als „major outlier“; DJANKOV/LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER (2008), S. 444, stellen in diesem Zusammenhang fest: „Switzerland’s legal environment ... is extremely friendly to insiders and hostile to outside shareholders“. Vor diesem Hintergrund kann es naturgemäß nicht verwundern, dass auf den schweizerischen Durchschnittsaktionär in besonderem Maße zutrifft, was auch andernorts häufig nur unreflektiertes Bedauern auslöst: Sein Verhalten ist in erster Linie von Lethargie geprägt. Vgl. statt vieler Neue Zürcher Zeitung vom 03.05.2003, S. 21.

³ Vgl. KÖPFLI(1998), S. 57.

⁴ WATTER(1990), S. 300. Auch in Deutschland hat sich dieses Argument als Dauerbrenner etabliert, wenn es darum geht, Minderheiten von ihren Eigentumsrechten abzuschneiden.

gekommen ist. Diese Einzelfälle, die eher die Ausnahme als die Regel betreffen, finden im Folgenden keine weitere Beachtung.

Es sollen hier primär die Vorgänge beleuchtet werden, die es ermöglichen, den gesamten Streubesitz - auch gegen dessen Willen - aus einer Aktiengesellschaft hinauszudrängen. Dieser Wechsel einer Publikumsgesellschaft in eine Privatgesellschaft wird auch als Going Private bezeichnet.⁵

Denkbar wäre es beispielsweise, das Aktienkapital auf Null herabzusetzen, um danach eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss der bisherigen Aktionäre durchzuführen. Allerdings würde diese Transaktion nicht zu einem vollständigen Ausschluss des Streubesitzes führen, da die Aktionäre das Anrecht auf mindestens eine Stimme haben.⁶

Grundsätzlich wird man davon ausgehen müssen, dass der Ausschluss in der Regel im Zuge eines mehrstufigen Prozesses vonstatten gehen muss. Der Initiator dieser Transaktion wird sich in den meisten Fällen im Vorfeld durch einen entsprechenden Aufbau an Stimmrechten an der Zielgesellschaft eine komfortable Ausgangsposition schaffen.

Um eine Gesellschaft zu übernehmen, kann ein Interessent entweder einen Asset Purchase oder einen Share Purchase durchführen.⁷

Beim Asset Purchase werden die Aktiven und Passiven der Zielgesellschaft auf den Übernehmer übertragen, beim Share Purchase gehen die Beteiligungspapiere auf den Übernehmer über. In der Regel gestaltet sich die Übertragung der Aktien einfacher als der Kauf der Aktiven und Passiven, weshalb bereits in der Vergangenheit eine Vielzahl von Übernahmen durch einen Share Purchase abgewickelt wurde.⁸

Ein weiterer Vorteil des Aktienkaufs besteht darin, dass der Anbieter nicht zwangsweise mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verhandeln muss, denn ein Asset Purchase und eine feindliche Übernahme schließen sich gegenseitig aus.⁹

Hat sich ein Mehrheitsaktionär in der Vergangenheit für einen Asset Purchase entschieden, konnte er die Aktionäre mit Hilfe einer Geschäftsübernahme nach Art. 181 OR loswerden. Dabei werden die Aktiven und Passiven der Zielgesellschaft gekauft bzw. übernommen. Die Abwicklung einer derartigen Transaktion gestaltet sich schwieriger als der Kauf der Aktien der Zielgesellschaft, denn die Aktiven und Passiven müssen durch Singularsukzession, also

⁵ Vgl. KOHLIK(2005), S. 8.

⁶ Vgl. KUNZ(1999), S. 183, BGE 121 III 420.

⁷ Vgl. TSCHÄNI(1998), S. 3ff.

⁸ Vgl. TSCHÄNI(1998), S. 26.

⁹ Vgl. BRODA(2005), S. 150.

einzelnen übertragen werden.¹⁰ Die Aktionäre der Zielgesellschaft haben dabei keinerlei Möglichkeiten, die Angemessenheit der Gegenleistung gerichtlich zu überprüfen.¹¹ Im Anschluss an den Verkauf der Aktiven und Passiven wird die Zielgesellschaft liquidiert, und die Aktionäre erhalten den auf ihren Anteil entfallenden Liquidationserlös.

Im Jahr 1991 wurde diese Art des Zusammenschlusses bei der Übernahme der Jacobs-Suchard-Gruppe gewählt.¹² Nach einem öffentlichen Übernahmeangebot hielt die Colima Holding AG 99,9 Prozent der Stimmrechte der Jacobs Suchard AG. Im Anschluss daran übertrug die Jacobs Suchard AG (umbenannt in Amilock AG) ihre Aktiven und Passiven an die Colima Holding AG (umbenannt in Jacobs Suchard AG). Nach Abschluss der Transaktion wurde die Amilock AG liquidiert, und die Aktionäre wurden gemäß ihrer Beteiligung abgefunden. Diejenigen Aktionäre, die ihre Aktien im Rahmen des vorangegangenen Übernahmeangebots¹³ andienten, erhielten steuerfrei 8.500 Schweizer Franken je Inhaberaktie. Diejenigen aber, die bis zur Liquidation an der Gesellschaft beteiligt waren, erhielten einen Liquidationserlös von 7.450 Schweizer Franken, der in Höhe der Differenz zum Nennwert von 500 Schweizer Franken zu versteuern war.¹⁴

Eine derartige Transaktion ist nach heutigem Recht für im Handelsregister eingetragene Unternehmen nicht mehr möglich. Die Vermögensübernahme richtet sich seit dem 1. Juli 2004 nach dem Fusionsgesetz.¹⁵ Seit diesem Zeitpunkt ist es auch möglich, mit Hilfe einer Fusion unliebsame Minderheiten vollständig loszuwerden. Davor war ein kompletter Ausschluss im Rahmen einer Fusion nicht möglich, da eine Abfindung vor Inkrafttreten des Fusionsgesetzes nur mittels Aktien und nicht mittels Bargeld möglich war.¹⁶

Das Beispiel der Jacobs Suchard AG lässt erahnen, dass Minderheitsaktionäre in der Schweiz in der Vergangenheit wenig Schutz genossen. Auch heute erreicht die Schweiz in zentralen Bereichen des Minderheitenschutzes im weltweiten Vergleich nur eine ausgesprochen peinliche Platzierung. Doing Business – eine Organisation des Weltbanknetzwerks – hat in einem Ranking aus dem Jahr 2012 insgesamt 185 Staaten unter anderem im Hinblick auf den Schutz der Investoren hin untersucht.¹⁷ Von zentraler Bedeutung war dabei die Frage, wie gut

¹⁰ Vgl. WATTER(1990), S. 53.

¹¹ Vgl. VON DER CRONE(2007).

¹² Vgl. BOEMLE(1995), S. 505f.

¹³ Bereits im vorangegangenen Übernahmeangebot kam es zu einer groben Missachtung des Minderheitenschutzes, der aufgrund fehlender Regelwerke ungesühnt blieb. Weitere Ausführungen dazu finden sich in Kapitel 2.1.3.3.

¹⁴ Vgl. BACHMANN(1992), S. 36.

¹⁵ Vgl. Art. 181 Abs. 4 OR.

¹⁶ Vgl. INDERBITZIN(1993), S. 75.

¹⁷ Vgl. <http://www.doingbusiness.org/rankings>.

Minderheitsaktionäre geschützt sind, wenn eine Aktiengesellschaft mit Interessenkonflikten belastete Geschäfte macht. Interessenkonflikte treten naturgemäß insbesondere dann auf, wenn Vermögensgegenstände an Großaktionäre oder diesen nahestehende Unternehmen veräußert oder von diesen erworben werden. Bei solchen „self-dealing transactions“ oder „In-Sich-Geschäften“ kommt die Schweiz hinsichtlich der Qualität des Minderheitenschutzes auf Rang 167. Damit erreicht sie nicht nur die mit Abstand schlechteste Platzierung in Europa, sondern liegt auch hinter den meisten afrikanischen Staaten¹⁸

Die Übernahme von Mehrheitspositionen in einer schweizerischen Aktiengesellschaft ist für eine etwa verbleibende Minderheit naturgemäß mit exakt gleich gelagerten Interessenkonflikten des herrschenden Aktionärs belastet ist wie „In-sich-Geschäfte“ im zuvor beschriebenen Sinne. Dies ist insbesondere dann offensichtlich, wenn nach der Übernahme einer Kontrollposition Schritte zu erwarten sind, die auf die endgültige und vollständige Verdrängung der Minderheitsaktionäre abzielen. Von daher steht zu befürchten, dass in der Schweiz auch bei Übernahmen und Verdrängungsprozeduren die Übervorteilung von Minderheitsaktionären zum „business as usual“ gehört.

Immerhin soll das am 1. Januar 1998 in Kraft getretene Börsengesetz angeblich dafür Sorge tragen, dass es zumindest bei Übernahmeangeboten nicht mehr zu einer groben Missachtung der Interessen der Minderheitsaktionäre kommt. Es bietet einem Mehrheitsaktionär die Möglichkeit, den vollständigen Ausschluss der Minderheitsaktionäre mit Hilfe eines Kraftloserklärungsverfahrens der restlichen Beteiligungspapiere im Anschluss an ein öffentliches Übernahmeangebot zu realisieren, wobei die im Börsengesetz festgelegten Regelungen den Minderheitenschutz dabei sicherstellen sollen.

Ob dieses Regelwerk allerdings ausreicht, um den Minderheitenschutz beim Auskauf des Streubesitzes zu gewährleisten, soll in der vorliegenden Arbeit empirisch überprüft werden. Im Mittelpunkt steht dabei die Frage, ob die Aktionäre der Zielgesellschaft einen angemessenen Preis für ihre Beteiligungspapiere erhalten. Um diese Frage zu beantworten,

¹⁸ In der neuesten Rangliste zum Minderheitenschutz aus dem Jahre 2015 schneidet die Schweiz mit Rang 78 nur deshalb nicht so katastrophal ab, weil weitere – hier nicht relevante – Kriterien in die Bewertung aufgenommen worden sind, wie etwa Quoren für die Einberufung einer Aktionärsversammlung oder für Statutenänderungen. Hinsichtlich der In-Sich-Geschäfte hat sich am miserablen Rang der Schweiz praktisch nichts geändert. Auf Rang 161 rangiert sie nach wie vor hinter allen europäischen und den meisten afrikanischen Staaten. Da für 2015 die Rangliste für In-Sich-Geschäfte nicht unmittelbar im Internet abrufbar ist, sondern aus den bei „Doing Business“ veröffentlichten Einzeldaten rekonstruiert werden musste, ist das Ranking für „In-Sich-Geschäfte“ im Anhang auf den Seiten 456f. abgedruckt.

werden zuerst alle öffentlichen Übernahmeangebote, die dem Börsengesetz unterworfen sind und die zwischen 1998 und 2008 lanciert wurden, identifiziert. Um die Frage der Angemessenheit der Angebotspreise zu beantworten, werden zunächst die offerierten Übernahmeprämien ermittelt und anhand der unterschiedlichen Angebotsmerkmale miteinander verglichen. Daran schließt sich eine Analyse der Kursreaktionen auf die Ankündigung eines öffentlichen Übernahmeangebots an. Die Richtung der Kursreaktion zeigt, inwieweit die Aktionäre erwarten, dass das Angebot zu einer Erhöhung des Wertes ihrer Anteile beiträgt. Anhand dieser beiden Analysen kann untersucht werden, ob sich ein Übernahmeangebot positiv oder negativ auf die Aktionäre der Zielgesellschaft auswirkt.

1.2 Aufbau der Untersuchung

Die vorliegende Untersuchung gliedert sich in sechs Kapitel. In Kapitel 2 wird das Regelwerk der öffentlichen Übernahmeangebote, die dem Börsengesetz unterworfen sind, erläutert. Nach einer generellen Einführung erfolgt die Darstellung des Zeitplans eines öffentlichen Übernahmeangebots mit anschließender Kraftloserklärung. Anschließend werden die einzelnen Schritte, beginnend mit einer Due Diligence über die Veröffentlichung einer Voranmeldung und eines Angebotsprospekts bis zum Vollzug des Angebots näher betrachtet. Anschließend werden die Regularien der Pflichtangebote, der feindlichen Angebote sowie der konkurrierenden Angebote durchleuchtet. Nach der Darstellung der wichtigsten steuerlichen Aspekte schließt das Kapitel mit einem Vergleich der schweizerischen und deutschen Übernahmeregelungen.

In Kapitel 3 werden zwei Ausschlussmöglichkeiten aufgezeigt, die einem Mehrheitsaktionär zur Verfügung stehen, um den gesamten Streubesitz loszuwerden. Dabei liegt der Fokus auf der Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere im Anschluss an ein öffentliches Übernahmeangebot. Die daneben existierende Ausschlussmöglichkeit mit Hilfe eines Squeeze-out Merger soll nur kurz beleuchtet werden. Daran schließt sich ein Vergleich der schweizerischen und deutschen Ausschlussmöglichkeiten an.

Die empirische Studie beginnt in Kapitel 4. Hier werden die bei öffentlichen Übernahmeangeboten offerierten Übernahmeprämien ermittelt. Nach einer Beschreibung des Untersuchungsdesigns und der Datenbasis werden zunächst die Ergebnisse der bisherigen Übernahmestudien vorgestellt. Im Anschluss daran erfolgt die Präsentation der eigenen

empirischen Ergebnisse. Dabei werden die Übernahmeprämien der einzelnen Übernahmeangebote anhand der unterschiedlichen Angebotsmerkmale miteinander verglichen.

Kapitel 5 beschäftigt sich mit den Kursreaktionen auf die Ankündigung eines öffentlichen Übernahmeangebots. Zunächst erfolgt eine Beschreibung der Untersuchungsmethode sowie der Datenbasis. Anschließend werden die Ergebnisse einiger Ereignisstudien diskutiert, bevor es zur Vorstellung der eigenen empirischen Ergebnisse kommt. Ähnlich wie im vorangegangenen Kapitel werden hier die Kursreaktionen auf die Ankündigungen der Übernahmeangebote anhand der unterschiedlichen Angebotseigenschaften miteinander verglichen.

Die Untersuchung schließt in Kapitel 6 mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der beiden empirischen Untersuchungen und liefert einen Ausblick auf weitere Forschungsansätze.

2 Öffentliche Übernahmeangebote

Unter einem öffentlichen Übernahmeangebot ist eine öffentliche²⁰ Offerte einer oder mehrerer natürlicher und/oder juristischer Personen an die Inhaber von Beteiligungstiteln einer Zielgesellschaft zu verstehen, deren Titel innerhalb einer festgelegten Zeitspanne zu vorher festgesetzten Bedingungen zu kaufen und/oder in andere Beteiligungspapiere umzutauschen.

2.1 Motive für die Lancierung eines öffentlichen Übernahmeangebots

Bevor auf die einzelnen Schritte des Übernahmeprozesses eingegangen werden kann, stellt sich die Frage, warum gerade Übernahmeangebote durchgeführt werden, und bei dem Versuch, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen, nicht auf andere Möglichkeiten wie beispielsweise den Aufkauf über die Börse oder eine Fusion zurückgegriffen wird.

Ein Aufkauf über die Börse gestaltet sich auf Grund der Offenlegungspflichten gemäß Art. 20 Abs. 1 BEHG schwierig, da bei der Erreichung der entsprechenden Beteiligungsschwellen Übernahmespekulationen entstehen können, und somit der Kurs der Beteiligungspapiere in die Höhe getrieben wird. Dies hätte zur Folge, dass die Übernahme erheblich verteuert wird. Deshalb können die Regelungen, die die Offenlegung von Beteiligungen betreffen, als Frühwarnsystem für eine drohende Übernahme dienen.²¹

Dagegen war vor Einführung der aktienrechtlichen Offenlegung in Art. 663c OR und der Meldepflicht in Art. 20 BEHG eine sogenannte „Sneak attack“ möglich, bei der ein Übernahmewilliger heimlich über die Börse oder anderweitig die Aktien der Zielgesellschaft aufkauft, ohne den übrigen Aktionären ein Übernahmeangebot zu unterbreiten.²²

Der Vorteil eines öffentlichen Übernahmeangebots gegenüber einer Fusion bestand bis Ende 2007 darin, dass es bei einem Übernahmeangebot nicht zu einer erheblichen Verzögerung durch den Eingriff von Aktionären kommt. Bei einer Fusion bestand die Möglichkeit, diese mit einer Handelsregistersperre nach Art. 32 Abs. 2 HregV²³ aufzuschieben. Agierten dabei mehrere Aktionäre gemeinsam, so konnten sie mit Hilfe einer

²⁰ Das Angebot richtet sich - in Anlehnung an Art. 652a Abs. 2 OR - nicht nur an einen begrenzten Kreis von Personen.

²¹ Vgl. MEIER-SCHATZ(1996), S. 97.

²² Vgl. BOEMLE(1990), S. 421f. Diese Vorgehensweise wird zuweilen auch als „creeping tender offer“ bezeichnet, Vgl. RAGGENBASS(1999), S. 7.

²³ Stand 27. Dezember 2006.

Einspruchsstaffelung eine erhebliche Verzögerung herbeiführen.²⁴ Ab dem 1. Januar 2008 ist eine Verzögerung nur noch eingeschränkt möglich, denn gemäß Art. 162 Abs. 3 HregV²⁵ hat der Einsprechende innerhalb von zehn Tagen bei Gericht das Gesuch um Erlass einer vorsorglichen Maßnahme zu stellen. Dies bedeutet, dass für jeden, der Einspruch gegen die Eintragung eines Generalversammlungsbeschlusses erhebt, damit die Frist bis zur Eintragung unter dem revidierten Recht halbiert wurde.

Die Lancierung eines Übernahmeangebots hat gegenüber einer Fusion auch den großen Vorteil, dass der Anbieter keine langwierigen Verhandlungen mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft führen muss, sondern direkt die betroffenen Aktionäre ansprechen kann. Außerdem bleibt die Zielgesellschaft als eigenständiges Rechtssubjekt erhalten, womit negative Auswirkungen auf den Goodwill oder auf Konzessionen ausbleiben.²⁶ Eine Fusion macht in der Regel dann erst Sinn, wenn der Übernehmer schon über die entsprechende Mehrheitsbeteiligung verfügt, um an der Generalversammlung die notwendigen Beschlüsse herbeizuführen.²⁷ Gerade beim Aufbau der Stimmrechtsposition bei einer Fusion besteht aber die Gefahr, dass durch Kurssteigerungen in diesem Zusammenhang die Transaktion erheblich verteuert wird.

Aber auch bei einem Übernahmeangebot kann es zu einer Verteuierung des Angebots kommen, wenn beispielsweise eine Konkurrenzofferte unterbreitet wird. Dieser Gefahr wäre ein Übernehmer bei einer Fusion nicht ausgesetzt.

Es gibt eine Fülle von möglichen Gründen, die im Allgemeinen hinter einer Übernahme stehen. In Abbildung 1 sind eine Reihe dieser Gründe genannt, wobei hier kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben wird. Unterschieden wird dabei zwischen strategischen, finanziellen, persönlichen und sonstigen Motiven.

²⁴ Vgl. LEHMANN(2000), S. 47. Bei einer Einspruchsstaffelung werden die Einsprachen beim Handelsregister zeitlich versetzt eingelegt, denn jedem einzelnen Aktionär wird vom Handelsregisterführer in der Regel eine Frist von 20-30 Tagen zugestanden, nach deren Ablauf der Generalversammlungsbeschluss eingetragen wird.

²⁵ Stand 1. Januar 2008.

²⁶ Vgl. INDERBITZIN(1993), S. 64, LUGINBÜHL(2009), S. 177f.

²⁷ Gemäß Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG sind für einen Fusionsbeschluss mindestens zwei Drittel der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen sowie die absolute Mehrheit des von ihnen vertretenen Aktienkapitals notwendig.

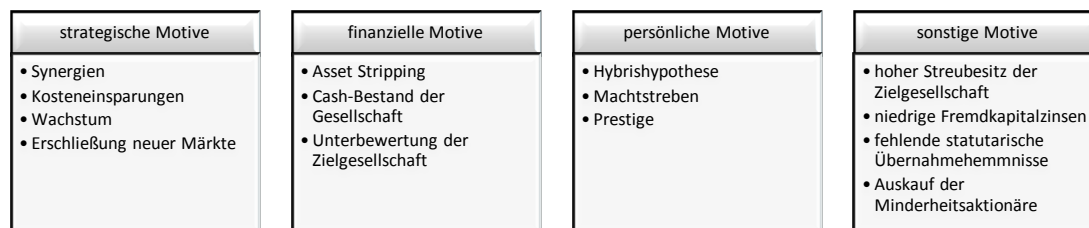


Abb. 1: Motive für die Lancierung eines Übernahmeangebots

Denkbar sind etwa das Streben nach Wachstum, die Erschließung neuer Märkte oder auch die Realisierung von Synergieeffekten.²⁸ Welches Ziel der Anbieter verfolgt, kann mit Einschränkungen aus dem Angebotsprospekt geschlossen werden, denn der Anbieter muss gemäß Art. 23 Abs. 1 lit. a UEV darüber informieren, was seine grundsätzlichen Absichten für die Zielgesellschaft sind. Bei den in den Jahren von 1998 bis 2008 betrachteten Übernahmen wurde beispielsweise in 28 von insgesamt 124 Angebotsprospekten das Streben nach Wachstum und in 20 Angebotsprospekten die Ausnutzung von Synergieeffekten als Gründe für die Lancierung des Angebots angeführt.²⁹ In den meisten Fällen werden diese Synergien mit einem positiven Vorzeichen angegeben, was aber keine Allgemeingültigkeit besitzt, wie empirische Studien bereits zeigen.³⁰ Der Erfolg einer Übernahme steht und fällt für einen strategischen Investor mit der richtigen Einschätzung dieses Synergiepotentials. Am treffsichersten lässt es sich wohl bei Übernahmen innerhalb eines Konzernverbundes vorher-sagen.

Ein weiteres strategisches Ziel liegt in der Kosteneinsparung, welche eine Übernahme mit sich bringt. Mit einem vollständigen Going Private können Kosten eingespart werden, die sich insgesamt auf durchschnittlich 500.000 Franken pro Jahr beziffern lassen.³¹ Diese setzen sich zusammen aus Kosten für die Ausrichtung der Generalversammlung, für das Aktionärsregister sowie für die Kotierung. Letztere dürften dabei weniger stark ins Gewicht fallen, da die jährlichen Kosten für eine Gesellschaft maximal 56.000 Franken betragen.³² Außerdem

²⁸ Vgl. BERNET(1998), S. 9, BAMBERGER(1994), S. 59ff.

²⁹ Zu berücksichtigen ist dabei, dass bei allen betrachteten 124 Angebotsprospekten nur 72 von strategischen Investoren veröffentlicht wurden.

³⁰ Vgl. KÜRSTEN(2003), S. 11ff., KOHLIK(2005), S. 37.

³¹ Vgl. LÜTOLF/NEUMANN(2004), S. 826. Diesen Wert erhalten die Autoren bei einer von Ihnen durchgeführten Umfrage bei der an der SWX kotierten Gesellschaften.

³² Vgl. KR-GO, Ziffer 2. Diese Kosten setzen sich aus einer fixen Grundgebühr von 6.000 Franken und einer variablen Gebühr von 10 Franken pro eine Million Franken Kapitalisierung zusammen, wobei die variable Gebühr 50.000 Franken nicht übersteigt.

spart die Gesellschaft bei Rechnungslegung³³, Revision und vor allem bei den Publizitäts- und Informationspflichten. Der Großteil dieser Kosten wird wohl durch die Beziehungspflege zu Aktionären, Analysten und zur Presse erzeugt.

Es dürfen demgegenüber allerdings auch nicht die mit einem Going Private verbundenen Kosten vergessen werden. So wird in den meisten Fällen ein Übernahmeangebot nur dann von Erfolg gekrönt sein, wenn der Angebotspreis eine gegenüber dem aktuellen Börsenkurs attraktive Prämie aufweist. In der Regel sind die mit einem Going Private in Verbindung stehenden Kosten um ein Vielfaches höher als diejenigen, welche durch die Aufrechterhaltung der Kotierung verursacht werden.³⁴ Die Frage ist dabei also, ob die jährlichen Einsparungen bei einem Wegfall der Kotierung die Einmalkosten eines Going Private, die als eine Investition verstanden werden können, amortisieren.

Es erscheint in den Fällen ein Going Private sinnvoll, in denen der Markt für die Titel der Gesellschaft sehr illiquide ist, seiner Finanzierungsfunktion nicht mehr nachkommen kann, und die Gesellschaft einen im Vergleich zu den mit der Kotierung verbundenen Kosten geringen Reingewinn erwirtschaftet. Selbstverständlich muss es dabei immer einen finanzstarken Interessenten geben, der die Möglichkeit hat, die Aktionäre aus der Gesellschaft herauszukaufen.

Neben strategischen Motiven kann ein Übernahmeangebot auch aus finanziellen Motiven heraus unterbreitet werden. Ziel einer Übernahme aus finanzieller Sicht könnte beispielsweise das sogenannte Asset Stripping sein, bei dem der Übernehmer nicht an der Fortführung der Geschäfte der Zielgesellschaft interessiert ist, sondern die einzelnen Unternehmensteile wieder veräußert. Dies geschieht dann, wenn der Break up value, also der Wert dieser einzelnen Unternehmensteile, in der Summe höher ist als der Wert des Gesamtunternehmens.³⁵ Beim feindlichen Übernahmeangebot der Multipapers SA für die Beteiligungspapiere der Baumgartner Papiers Holding AG wurde dem Anbieter vom Verwaltungsrat vorgeworfen, dass er genau dieses Ziel verfolge.³⁶

Daneben können hohe liquide Mittel einer Gesellschaft diese, wie der Übernahmekampf um die Axantis Holding AG aus dem Jahr 2001 zeigt, ebenfalls zum Übernahmekandidaten

³³ Seit 2005 sind alle börsenkotierten Unternehmen des Hauptsegments verpflichtet, ihren Abschluss nach IFRS oder US GAAP vorzulegen. Vgl. RLFB.

³⁴ Vgl. KOHLIK(2005), S. 61.

³⁵ Vgl. BOEMLE(1990), S. 401.

³⁶ Vgl. Berichterstattung in der NZZ vom 22. Februar 2002.

machen. Der erste Anbieter gab offen zu, dass er an die Reserven von 400 Millionen Schweizer Franken gelangen möchte.³⁷

Wird eine Übernahme nicht aus wirtschaftlichen Überlegungen heraus, sondern durch persönliche Motive veranlasst, geht dies gemäß der Hybris-Hypothese in der Regel mit einem zu hohen Kaufpreis einher. Aus diesem Grund ergibt sich in den meisten Fällen ein negativer Gesamteffekt, wobei der Kurs der Zielgesellschaft steigt, während der Kurs des Anbieters fällt.³⁸

Im Allgemeinen ist davon auszugehen, dass eine Übernahme nicht aus einer monokausalen Überlegung heraus unterbreitet wird, sondern dass unterschiedliche Motive miteinander verbunden die Übernahme bewirken.³⁹

2.2 Gesetzliche Grundlagen

Sofern sich ein Anbieter für ein öffentliches Übernahmeangebot bei einer kotierten Zielgesellschaft entschieden hat, muss er die gesetzlichen Bestimmungen des Börsengesetzes berücksichtigen. Dessen zweiter Teil ist am 1. Januar 1998 in Kraft getreten und mit ihm die Regelungen öffentlicher Übernahmeangebote. Diese finden sich in den Artikeln 22 bis 32 des Börsengesetzes (BEHG). Eine grundlegende Revision haben die Übernahmeregelungen zum 1. Januar 2009 erfahren. Bis zum 31.12.2008 fanden sich weitere Regelungen in der Übernahmeverordnung der Übernahmekommission (UEV-UEK). Pflichtangebote wurden in den Artikeln 24 bis 43 der Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission (BEHV-EBK) geregelt. Ab dem 1. Januar 2009 tritt an die Stelle der UEV-UEK die Übernahmeverordnung (UEV), an die Stelle der BEHV-EBK die Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA; BEHV-FINMA). Die Bestimmungen zur Kraftloserklärung sind im Artikel 33 BEHG sowie in den Artikeln 54 und 55 der Börsenverordnung (BEHV) verankert.

Der Regelungskomplex betrifft nicht nur Aktiengesellschaften, sondern auch Kommanditgesellschaften, GmbHs oder Genossenschaften, sofern ihre Beteiligungspapiere an einer

³⁷ Vgl. FLUBACHER(2000), S. 29.

³⁸ Vgl. ROLL(1986), S. 202ff., ROLL(1988), S. 249f., BOHRER(2005), S. 256, BIRKE(2006), S. 37 ff.

³⁹ Vgl. SCHUSTER/RUDOLF(1999), S. 52.

Schweizer Börse kotiert sind.⁴⁰ In der vorliegenden Arbeit werden allerdings nur Übernahmen erfasst, bei denen die Zielgesellschaft als Aktiengesellschaft firmiert.

Das Börsengesetz bezweckt Übernahmen weder zu fördern noch zu verhindern, da eine Übernahme als volkswirtschaftlich neutral eingestuft wird.⁴¹ Vielmehr wurde mit der Einführung des Gesetzes das Ziel verfolgt, die Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung der Aktionäre sicherzustellen⁴² und damit die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft vor einer Übervorteilung durch den Anbieter zu schützen.⁴³

2.2.1 Gesetzeslage vor Inkrafttreten des Börsengesetzes

Vor Inkrafttreten des Börsengesetzes gab es keinerlei rechtlich bindende Regelungen. Bis zum 1. September 1989 musste ein Anbieter bei der Lancierung eines Übernahmeangebots im Wesentlichen nur den Angebotspreis und die Angebotsfrist nennen sowie die Beteiligungstitel, auf die sich das Angebot bezog. Dem Anbieter standen keinerlei rechtliche Schranken beim Aufbau seiner Stimmrechte und bei der anschließenden Unterbreitung eines Angebots im Wege.⁴⁴

Um die Ungleichbehandlung der Aktionäre sowie die übrigen Mängel, die in Verbindung mit einem öffentlichen Übernahmeangebot standen, zu beseitigen bzw. abzumildern, wurde von der Vereinigung der Schweizerischen Börsen der Schweizerische Übernahmekodex ausgearbeitet, welcher am 1. September 1989 in Kraft trat. Er war als eine Übergangslösung bis zum Inkrafttreten des Börsengesetzes angedacht.⁴⁵

Mit dem Übernahmekodex sollten vor allem auch sogenannte „Dawn Raids“ oder „Saturday Night Specials“ verhindert werden. Darunter sind solche Offerten zu verstehen, die versuchen, ein Überraschungsmoment auszunutzen. Sie wurden ohne vorherige Ankündigung lanciert und wiesen nur eine relativ kurze Andienungsfrist auf.⁴⁶

Eine absolute Gleichbehandlung der Aktionäre war unter dem Übernahmekodex nicht angestrebt, denn eine für die Kontrollübernahme gezahlte Prämie, welche nicht auch an die

⁴⁰ Vgl. GEHRER(2003), S. 5f.

⁴¹ Vgl. BACHMANN(1992), S. 9, WEBER(2001) zu Art. 22 N 2.

⁴² Vgl. SWX(2006), S. 6.

⁴³ Vgl. EGGEN(2007), S. 402. Mit dem Börsengesetz soll vor allem der „Anlegervertrauensschutz“ sichergestellt werden.

⁴⁴ Vgl. PETER(1990), S. 154f.

⁴⁵ Vgl. BACHMANN(1992), S. 53.

⁴⁶ Vgl. INDERBITZIN(1993), S. 63.

übrigen Aktionäre weitergegeben wurde, verstieß nicht gegen das Gleichbehandlungsgebot und war demnach gestattet.⁴⁷

Ebenso wenig war eine vollkommene Transparenz gewährleistet, da Angaben, die den Anbieter selbst betrafen, nicht gemacht werden mussten. So konnte ein Übernahmeangebot zu Zeiten des Übernahmekodex völlig anonym unterbreitet werden.⁴⁸ Lediglich die Zielgesellschaft muss seit dem 1. Juli 1992⁴⁹ in ihrem Geschäftsbericht Angaben zu den bedeutenden Aktionären machen, sofern sie davon Kenntnis hat.

Eine rechtliche Durchsetzung der im Kodex enthaltenen Verhaltensnormen war nicht möglich, da der Kodex auf Selbstregulierung ausgerichtet war. Jedoch war es möglich, Verstöße gegen diese Regelungen durch öffentlichen Druck zu vermeiden, denn gemäß Ziff. 9.2 und Ziff. 9.3 des Übernahmekodex konnte die Kommission ein nicht kodexkonformes Angebot als solches öffentlich darstellen und somit dessen Erfolg maßgeblich beeinflussen.

Eine rechtliche Handhabe bei Missachtung des Übernahmekodex bestand also nicht. Allerdings konnten sich die Finanzierung und die Abwicklung eines nicht kodexkonformen Angebots als schwierig erweisen, da die Mitglieder der schweizerischen Börsen dazu aufgerufen wurden, derartige Angebote nicht zu unterstützen.⁵⁰

Im Zeitraum vom 1. September 1989 bis zum 31. Dezember 1994 wurden insgesamt 48 Angebote durch die Kommission für Regulierungsfragen beurteilt. Fünf Anbieter haben sich nicht an den Kodex gehalten, deren Angebote dann auch nicht zum gewünschten Erfolg geführt haben.⁵¹ Allerdings gab es eine Vielzahl an Übernahmetransaktionen, die dem Kodex nicht unterstellt wurden.

2.2.2 Gesetzeslage nach Einführung des Börsengesetzes

Das nun geltende Börsengesetz ist rechtlich bindend und bringt einen Katalog an Rechten und Pflichten für die Beteiligten bei einem öffentlichen Übernahmeangebot mit sich.

In Art. 2 lit. e BEHG liefert es eine Definition für öffentliche Übernahmeangebote, wobei hier allerdings keine klare Trennung zwischen den Bezeichnungen Übernahmeangebot, Kaufangebot und Tauschangebot erfolgt. Dies ist jedoch für das Verständnis und die nachfolgenden Analysen notwendig.

⁴⁷ Vgl. INDERBITZIN(1993), S. 193.

⁴⁸ Vgl. TSCHÄNI(1991), S. 51.

⁴⁹ Vgl. Art. 663c Abs. 1 OR, in Kraft seit 1. Juli 1992.

⁵⁰ Vgl. INDERBITZIN(1992), S. 191.

⁵¹ Eine Aufstellung der einzelnen Übernahmen findet sich in FREI(1996), S. 49ff.

Besteht der Angebotspreis nur aus einer Barkomponente, so ist im Folgenden die Rede von einem öffentlichen Kaufangebot. Werden hingegen ausschließlich Aktien, Partizipations-scheine, Genussscheine oder sonstige Beteiligungspapiere für die zu erwerbenden Titel geboten, wird von einem öffentlichen Umtauschangebot bzw. von einem öffentlichen Tauschangebot gesprochen. Unter dem Begriff der öffentlichen Übernahmeangebote sind sowohl Kauf- als auch Tauschangebot zusammengefasst.

Neben der Unterscheidung, welche den Angebotspreis betrifft, muss auch dahingehend differenziert werden, ob sich das Angebot auf alle Beteiligungstitel der Gesellschaft bezieht oder ob nur für einen vorher festgelegten Teil der Beteiligungspapiere geboten wird. Erstreckt sich das Angebot auf alle Titel der Zielgesellschaft, insbesondere auch auf solche, die dem Inhaber keinerlei Stimmrecht einräumen, liegt ein Vollangebot vor. Im anderen Fall, wenn also nur eine limitierte Anzahl von Beteiligungspapieren oder nur ein Prozentsatz an Beteiligungspapieren erworben werden soll, spricht man von einem Teilangebot.⁵² In den Jahren von 1998 bis 2008 gab es nur ein einziges Teilangebot, nämlich das der Hansa AG für die ENR Eastern Natural Resources SA im Jahr 2001. Die gesamte Anzahl an ausstehenden Inhaberaktien der ENR betrug 750.000 Stück, die Hansa AG bot aber nur für 375.000 Stück. Ein Teilangebot kann ohnehin nur dann lanciert werden, wenn die Zielgesellschaft ein Opting Out⁵³ in ihren Statuten festgelegt hat, der Anbieter bereits vor Unterbreitung des Angebots über mehr als $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte verfügt oder der Anbieter nach dem Angebot die Schwelle von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte nicht überschreitet. In allen anderen Fällen müssen die Bestimmungen über Pflichtangebote eingehalten werden, die ein Vollangebot verlangen. Bei einem Teilangebot könnte ein erheblicher Andienungsdruck damit erzielt werden, indem der Anbieter die Abnahme der angebotenen Aktien von der zeitlichen Komponente abhängig macht. Das bedeutet, dass diejenigen Aktionäre, die zuerst die Aktien andienen, diese auch verkaufen können. Ein derartiges Vorgehen ist allerdings nicht zulässig, denn der Anbieter ist verpflichtet, sämtliche Annahmeerklärungen anteilmäßig zu berücksichtigen.⁵⁴

⁵² Vgl. BERNET(1998), S. 14.

⁵³ In diesem Fall besteht für einen Aktionär der Gesellschaft keine Pflicht, ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, falls er den Grenzwert von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte überschreitet.

⁵⁴ Vgl. Art. 9 Abs. 5 UEV.

2.2.2.1 Anwendungsbereich

In Art. 22 Abs. 1 BEHG ist festgelegt, dass die gesetzlichen Bestimmungen nur für solche Angebote Anwendung finden, welche sich auf Beteiligungspapiere an schweizerischen Gesellschaften beziehen, die mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind. Bei enger Auslegung des Gesetzes bedeutet dies für die Zielgesellschaft, dass es eine nach schweizerischem Recht inkorporierte Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz sein muss.⁵⁵ Da das Gesetz keine explizite Grenznorm enthält⁵⁶, wurde bei der Übernahme der TAG Heuer SA festgelegt, dass es für die Anerkennung als schweizerische Gesellschaft genügt, wenn die Gesellschaft von der Schweiz aus geleitet wird und den größten Teil ihrer Aktivitäten in der Schweiz ausübt.⁵⁷ Es kommt also für die Übernahmeregelungen nach schweizerischem Recht darauf an, wo das operative Geschäft der Gesellschaft ausgeführt wird. So wurde das Angebot für die De Beers Centenary AG nicht dem schweizerischen Recht unterstellt, weil die Gesellschaft zwar ihren Sitz in der Schweiz hat, „in oder von der Schweiz aus jedoch keine operative Aktivität entfalte“⁵⁸.

Bei der Prüfung auf eine mögliche Unterstellung unter die schweizerischen Übernahmeregelungen kommt es nach der Praxis der UEK somit darauf an, dass eine überwiegende Anzahl von qualitativen und quantitativen Aspekten vorliegt, die auf einen faktischen Sitz in der Schweiz schließen lässt.⁵⁹ Ein Teil der Lehre empfiehlt, auf den Ort der Primärkotierung abzustellen, da dies der Markt ist, an dem sich die Anleger in erster Linie orientieren.⁶⁰

Mit der Änderung des Börsengesetzes, die am 1. Mai 2013 in Kraft trat, können auch Gesellschaften aus dem Ausland den Regelungen des BEHG unterworfen werden, sofern deren Beteiligungspapiere in der Schweiz „hauptkotiert“⁶¹ sind. Sofern aber das Schweizer Recht mit dem ausländischen Recht kollidiert, oder das ausländische Recht einen gleichwertigen Anlegerschutz bietet, kann ein Angebot in diesem Fall auch dem ausländischen Recht unterstellt werden.

⁵⁵ Nach Art. 154 IPRG unterstehen Gesellschaften dem Recht des Staates, nach dessen Vorschriften sie organisiert sind.

⁵⁶ Vgl. BRÜGGER/DUBS(2000), S. 73f.

⁵⁷ Vgl. Verfügung der EBK vom 30. September 1999 in Sachen LVMH/ TAG Heuer, S. 4f.

⁵⁸ Empfehlung De Beers Centenary AG vom 20. März 2001.

⁵⁹ Vgl. SCHÄRER/AREGGER(2003), S. 147. Diese Entscheidung der UEK ist in der Lehre durchaus umstritten, vgl. dazu stellvertretend TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007a), S. 460.

⁶⁰ Vgl. GLATTHAAR(2007), S. 60.

⁶¹ Art. 22 Abs. 1 lit. b BEHG. Als hauptkotiert gelten Beteiligungspapiere ausländischer Gesellschaften gemäß 53b BEHV „wenn die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz“.

Der Begriff der Kotierung ist in Art. 2 lit. c BEHG als „Zulassung zum Handel an der Haupt- oder Nebenbörse“ definiert. Dies schließt somit alle Schweizer Gesellschaften ein, die an der SIX Swiss Exchange oder an der Berner Börse BX Berne Exchange kotiert sind. Ein außerbörslicher Handel der Zielgesellschaft ist also nicht ausreichend, um ein Angebot dem BEHG zu unterwerfen, denn die Kotierung muss nach dem Willen der Gesellschaft erfolgen.⁶²

Das Abstellen auf die teilweise Kotierung bedeutet, dass eine Offerte auch für die nichtkотиerten Beteiligungspapiere einer Gesellschaft unterbreitet werden kann. So ist es in der Schweiz nicht unüblich, dass eine Gesellschaft sowohl Inhaber- als auch Namenaktien ausgegeben hat, wobei nur eine der beiden Kategorien – meist die Inhaberaktie - kotiert ist.⁶³

Die börsengesetzlichen Übernahmeregeln finden allerdings auch dann Anwendung, wenn die Aktien der Gesellschaft nur zum Zweck der Umgehung der Übernahmeregeln dekotiert wurden. Ein Nachweis dessen dürfte sich allerdings als schwierig gestalten. So sah die Übernahmekommission keinen kausalen Zusammenhang zwischen der Dekotierung der Aktien der Rentenanstalt nach dem ersten öffentlichen Übernahmeangebot und dem darauffolgenden Angebot an die verbliebenen Aktionäre und legte deshalb fest, dass das Angebot nicht den Bestimmungen des Börsengesetzes folgen musste.⁶⁴

Im Falle der Allgemeinen Finanzgesellschaft AG (1999) waren die Aktien im Zeitpunkt der Unterbreitung des Angebots vom Handel sistiert, doch gemäß Auskunft der Schweizer Börse wurden die Aktien weiterhin als kotiert angesehen, weshalb auch hier das Börsengesetz zur Anwendung gelangte.⁶⁵

Eine weitere Ausnahme der Kotierungsvorschrift betraf den Fall der Clair Finanz Holding AG (2004). Diese Gesellschaft entstand durch Abspaltung des Immobiliengeschäfts von der Mövenpick Holding AG, was bedeutete, dass die Clair Finanz nie selbst börsenkotiert war. Die Übernahmekommission argumentierte, dass das Angebot für die Clair Finanz Holding AG einem Teilangebot für die kotierten Titel der Mövenpick Holding AG gleichkomme und deshalb den Regelungen des Börsengesetzes unterworfen ist.⁶⁶ Ebenso entschied die Übernahmekommission im Fall Eichhof Getränke Holding im Jahre 2008, bei dem die

⁶² Vgl. TSCHÄNI/OERTLE(1999), S. 242. Eine andere Ansicht vertreten DUBS/WIESER(2009).

⁶³ Vgl. GEHRER(2003), S. 97ff.

⁶⁴ Vgl. Empfehlung II Schweizerischen Lebensversicherungs- und Rentenanstalt vom 2. Dezember 2003.

⁶⁵ Vgl. Empfehlung Allgemeine Finanzgesellschaft vom 8. Januar 1999, Erw. 1.

⁶⁶ Vgl. Empfehlung Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, Erw. 1.3.5. Zudem stellt eine Abspaltung mit anschließendem Angebot im Vergleich zu einem Verkauf eines Unternehmensanteils die für die Aktionäre steuerlich günstigere Alternative dar. Vgl. BOVEY/WASER(2010), S. 249f.

Zielgesellschaft, die von der kotierten Eichhof Holding AG abgespalten wurde, erst nach Ablauf der Nachfrist gegründet wurde.⁶⁷

Auch konzernrechtliche Umstrukturierungen, bei denen es nicht zu einem Kontrollwechsel kommt, wie beispielweise die Schaffung einer Holdingstruktur oder die Einführung einer Einheitsaktie, fallen unter diesen Regelkomplex⁶⁸, auch wenn es in einem Entwurf des UEV-UEK nicht vorgesehen war, Konzernrestrukturierungen dem Börsengesetz zu unterstellen.⁶⁹ In den Jahren von 1998 bis 2008 betraf diese Regelung insgesamt 10 der 117⁷⁰ Zielgesellschaften, für die ein Übernahmeangebot gemäß Börsengesetz lanciert wurde. In Tabelle 1 sind diese Übernahmeangebote, die aufgrund einer Konzernumstrukturierung unterbreitet wurden, aufgeführt.

Zielgesellschaft	Grund
Zürich Versicherungs-Gesellschaft (1998)	Einführung einer Holdingstruktur
ABB AG (1999)	Einführung einer Holdingstruktur sowie einer Einheitsaktie
Eisenbahngesellschaft Brig-Visp Zermatt (1999)	Einführung einer Holdingstruktur
Kuoni Reisen Holding AG (1999)	Vorbereitung der Fusion mit First Choice Holiday PLC
Bobst AG (2001)	Einführung einer Holdingstruktur sowie einer Einheitsaktie
Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt (2002)	Einführung einer Holdingstruktur
Gétaz Romang SA (2003)	Einführung einer Holdingstruktur sowie einer Einheitsaktie
Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA (2004)	Einführung einer Holdingstruktur
Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA (2004)	Einführung einer Holdingstruktur
IsoTis SA (2007)	Sitzverlegung der Gesellschaft in die USA

Tab. 1: Konzernumstrukturierungen

Nach dem Gesetzeswortlaut fallen nicht nur Übernahmeangebote, sondern auch Rückkaufangebote von Beteiligungspapieren unter die Übernahmeregelungen. Da Aktienrückkäufe nicht Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit sind, soll diesen im Folgenden nicht näher nachgegangen werden.

Seit Einführung des zweiten Teils des Börsengesetzes wurden allerdings nicht alle Angebote dem Reglement der Art. 22 ff. BEHG unterworfen, obwohl sämtliche Kriterien hierfür erfüllt waren. Das Angebot des Migros-Genossenschafts-Bundes für die Namenaktien und die Partizipationsscheine der Magazine zum Globus AG, das im Juni 1998 lanciert wurde, betrachtete die Übernahmekommission als Wiederaufnahme eines Angebots aus dem Jahre

⁶⁷ Vgl. Empfehlung in Sachen Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008, Erw. 1 Nr. 3.

⁶⁸ Vgl. Recommandation Zürich Versicherungs-Gesellschaft of June 12 1998, Cons. 1.

⁶⁹ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007a), S. 463f.

⁷⁰ Werden auch die konkurrierenden Übernahmeangebote hinzugezählt, so wurden im Untersuchungszeitraum 124 Angebotsprospekte veröffentlicht.

1997 und befreite den Migros-Genossenschafts-Bund von der Einhaltung der Übernahmeregeln nach BEHG.⁷¹

2.2.2.2 Kontrollinstanzen

Da die Übernahmeregeln rechtlich durchsetzbar und nicht mehr auf Selbstregulierung ausgerichtet sind, braucht es die notwendigen Kontrollinstanzen, um öffentliche Übernahmeangebote zu überprüfen und die Nichteinhaltung der Gesetze entsprechend zu sanktionieren.

2.2.2.2.1 Prüfstelle

Die erste Instanz, die sich mit der Prüfung der Offerte beschäftigt, ist die Prüfstelle, die gemäß Art. 25 Abs. 1 BEHG vor der Veröffentlichung des Angebots die Prüfung durchführt. Als Prüfstelle ist eine von der FINMA anerkannte Revisionsstelle oder ein Effekthändler zugelassen.

Unumgänglich für eine glaubwürdige Prüfung ist es, dass die Prüfstelle von den beteiligten Parteien unabhängig ist. Dies ist seit dem 1. Januar 2009 explizit in der Übernahmeverordnung in Art. 26 Abs. 2 gefordert. Es sollte dabei sowohl innere als auch äußere Unabhängigkeit gegeben sein.⁷² Unter innerer Unabhängigkeit ist die wirkliche Unabhängigkeit zu verstehen, ein Urteil auf Grund objektiver Kriterien zu bilden. Bei der äußeren Unabhängigkeit kommt es darauf an, dass die Prüfstelle auch nach außen hin als unabhängig erscheint. Obwohl die FINMA eine Vielzahl von Gesellschaften als Prüfstelle zugelassen hat⁷³, wurden 117 der 124 Übernahmeangebote, die zwischen 1998 und 2008 lanciert wurden, von den „big four“ der Branche geprüft.⁷⁴

Fraglich erscheint die Unabhängigkeit besonders in den Fällen, in denen die Prüfstelle auch gleichzeitig Revisionsstelle einer der beteiligten Parteien ist. Dies ist besonders problematisch im Hinblick auf die Tatsache, dass es der Anbieter ist, der die Prüfstelle engagiert.⁷⁵ Es könnte somit ein Interessenkonflikt entstehen, wenn die Prüfstelle befürchten muss, die übrigen Mandate nach einer Prüfung, die nicht im Sinne des Anbieters verläuft, zu verlieren.

⁷¹ Vgl. Recommendation Magazine zum Globus du 22 mai 1998, Cons. 2.

⁷² Vgl. WYSS(2006), S. 228.

⁷³ Die Listen der zugelassenen Institute können auf der Homepage der FINMA unter www.finma.ch abgerufen werden.

⁷⁴ Die vier großen Prüfgesellschaften sind PricewaterhouseCoopers, KPMG, Ernst&Young sowie Deloitte.

⁷⁵ Vgl. LENGAUER(2002a), S. 22, AMREIN(2005), S. 52f.

Bei 48 von 124 Angeboten war die Prüfstelle auch gleichzeitig Revisionsstelle der Zielgesellschaft, wobei erfreulicherweise ein Rückgang derartiger Doppelmandate in den letzten Jahren zu verzeichnen ist. In 11 von 124 Fällen war die Prüfstelle auch gleichzeitig Revisionsstelle des Anbieters⁷⁶, bei 7 Angeboten wurde die Prüfstelle im Anschluss an das Angebot die neue Revisionsstelle der Zielgesellschaft und bei 2 Angeboten die neue Revisionsstelle des Anbieters.⁷⁷

Bei 6 von 124 Angeboten wird das Angebot durch die Gesellschaft geprüft, die auch die Fairness Opinion erstellt hat. Allerdings gab es diese Fälle nur in den Jahren 1999 und 2000. In 2 der 124 Fälle sind sowohl Prüfgesellschaft, Revisionsstelle und Ersteller der Fairness Opinion identisch. Allerdings sind dies zwei Fälle aus dem Jahr 1999.⁷⁸

Insgesamt kann also nur bei 53 Angeboten die Prüfgesellschaft wirklich als unabhängig betrachtet werden.⁷⁹

Nach Ansicht der Übernahmekommission stellt diese Kumulation von Mandaten aber keinen Grund dar, an der Unabhängigkeit zu zweifeln.⁸⁰

Auch bei konkurrierenden Angeboten ist es entscheidend, dass die Prüfstelle nicht gleichzeitig – in welcher Form auch immer – für beide Anbieter tätig ist. So musste Ernst&Young bei der Übernahme der Saia-Burgess Electronics Holding im Jahr 2005 ihr Mandat als Prüfstelle aufgeben, da sie für den ersten Anbieter als Berater und für den zweiten Anbieter als Prüfstelle arbeitete.⁸¹

Die Aufgaben der Prüfstelle sind im 5. Kapitel der UEV geregelt. Ihre Arbeit lässt sich in Aufgaben vor Veröffentlichung des Angebots und Aufgaben nach Veröffentlichung des Angebots unterscheiden.⁸² Vor Veröffentlichung des Angebots hat sie das Angebotsprospekt auf seine Gesetzeskonformität hin zu überprüfen. Das bedeutet, sie hat zu bestätigen, dass die Angaben vollständig und wahr sind, dass die Adressaten des Angebots alle gleich behandelt

⁷⁶ Im Fall der Big Star Holding AG aus dem Jahr 2000 hat die Arthur Anders AG nicht nur das Angebot geprüft, sondern hat auch die Fairness Opinion erstellt und war gleichzeitig Revisionsstelle des Anbieters.

⁷⁷ Die Revisionsstelle wurde mit Hilfe der Geschäftsberichte der jeweiligen Gesellschaften bzw. unter www.moneyhouse.ch ermittelt.

⁷⁸ Bei der Allgemeinen Finanzgesellschaft übernahm die Arthur Andersen AG die drei Mandate, bei der Keramik Holding AG wurden diese von PricewaterhouseCoopers AG übernommen.

⁷⁹ Bei 7 Angeboten davon kann aber aufgrund fehlenden Datenmaterials eine Abhängigkeit nicht zweifelsfrei ausgeschlossen werden.

⁸⁰ Vgl. Empfehlung Big Star Holding AG vom 7. April 2000, Erw. 5.

⁸¹ Vgl. Empfehlung VII Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 8. September 2005, Erw. 8.

⁸² Vgl. Art. 26 f. UEV.

werden und dass die Finanzierung⁸³ des Angebots geregelt und sichergestellt ist. Die Aufgabe der Prüfstelle umfasst die Prüfung des Angebots und schließt damit eine Prüfung sämtlicher Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote im Zusammenhang mit dem Angebotsprospekt mit ein.⁸⁴ Das bedeutet auch, dass der Verwaltungsratsbericht, der nicht zwangsläufig Bestandteil des Angebotsprospekts sein muss, nicht der Prüfung durch die Prüfstelle unterworfen ist, selbst wenn er im Angebotsprospekt abgedruckt ist.⁸⁵

Nach der Veröffentlichung des Angebots obliegt der Prüfstelle die Überprüfung der Einhaltung der verschärften Meldepflicht gemäß Art. 31 BEHG, der Veröffentlichung der Ergebnisse, des ordnungsgemäßen Vollzugs des Angebots, der Einhaltung der Gesetze während der Angebotsdauer sowie der Best Price Rule nach Ablauf des Angebots.

Das von der Schweizer Treuhand-Kammer herausgegebene Handbuch der Wirtschaftsprüfung enthält sowohl einen Vorschlag für die Formulierung des Berichts der Prüfstelle, der im Angebotsprospekt abgedruckt wird, als auch für den Bericht, der an die Übernahmekommission nach Abwicklung des Angebots zu übersenden ist.⁸⁶ An diese Vorlage haben sich die Prüfstellen der hier untersuchten Übernahmen weitestgehend gehalten. Am 24. Juni 2010 wurde vom Vorstand der Treuhand-Kammer der „Schweizer Prüfstandard“ (PS) verabschiedet, welcher auf Angebote, die ab dem 1. September 2010 veröffentlicht werden, anzuwenden ist.⁸⁷ Er trägt den Änderungen durch die Revision des Übernahmerechts Rechnung.

Um sich vor etwaigen Schadenersatzklagen zu schützen, besteht für die Prüfstelle die Möglichkeit, mit dem Anbieter einen Mandatsvertrag abzuschließen, der angibt, welche Informationen und Unterlagen der Prüfstelle zur Verfügung gestellt wurden.⁸⁸

2.2.2.2.2 Übernahmekommission

In zweiter Instanz wird das öffentliche Übernahmeangebot von der Übernahmekommission durchleuchtet.⁸⁹ Die Übernahmekommission ist von der FINMA⁹⁰ bestellt und setzt sich aus Vertretern der Effekthändler, kotierter Gesellschaften und Anleger zusammen. Um die Unabhängigkeit der Übernahmekommission sicherzustellen, wurde im Jahr 2003 mit Hilfe

⁸³ Die Prüfung in dieser Hinsicht weist allerdings eine gewisse Flexibilität auf, vgl. dazu DAENIKER/SCHÄRER(2010), S. 190.

⁸⁴ Vgl. Empfehlung Danzas Holding AG vom 15. Januar 1999, Erw. 4.2

⁸⁵ Vgl. GLATTHAAR(2007), S. 267.

⁸⁶ Vgl. TREUHAND-KAMMER(1998), S. 126f.

⁸⁷ Der Prüfstandard ist auf der Homepage der UEK abrufbar unter www.takeover.ch.

⁸⁸ Vgl. TSCHÄNI/IFFLNAD/DIEM(2007a), S. 505.

⁸⁹ Vgl. Art. 23 Abs. 3 BEHG.

⁹⁰ Vor dem 01.01.2009 wurde die UEK von der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) bestellt.

eines Postulats versucht, dafür zu sorgen, dass für die Übernahmekommission keine Verwaltungsratsmitglieder aus Banken oder großen Finanz- und Industrieunternehmen mehr tätig sein dürfen.⁹¹ Dieser Antrag wurde mit Verweis auf das Reglement der Übernahmekommission abgelehnt. Denn Art. 18 R-UEK hält fest, dass für Mitglieder der Übernahmekommission bei Interessenkonflikten die Pflicht besteht, in den Ausstand zu treten.

Offene Fragen, die sich nicht durch das Gesetz klären lassen, werden durch die Praxis der Übernahmekommission geregelt, die sich im Zeitablauf ändern kann. Die dadurch gewonnenen Verhaltensregeln sind zwar juristisch nicht ohne weiteres durchsetzbar, jedoch spiegeln diese die Praxis und die Einschätzungen der Übernahmekommission wider, womit ihnen eine erhebliche praktische Bedeutung zukommt.⁹²

Die Übernahmekommission war bis 31. Dezember 2008 nur dazu berechtigt, Empfehlungen abzugeben⁹³, und bei entsprechenden Verstößen oder Ablehnung das Ganze zur Klärung an die EBK weiterzuleiten⁹⁴, die ihrerseits Verfügungen erlassen hat, welche rechtsverbindlich waren. Hatte ein Beteiligter auch die Verfügung der EBK abgelehnt, blieb ihm in diesem Fall bis 31. Dezember 2006 gemäß Art. 39 BEHG nur die Möglichkeit, mit einer Verwaltungsgerichtsbeschwerde das Bundesgericht anzurufen.⁹⁵

Die Klage vor dem Bundesgericht hatte jedoch keine aufschiebende Wirkung⁹⁶, womit das Übernahmeverfahren durch derartige Handlungen nicht blockiert werden konnte. Dies hätte sonst unter Umständen zur Folge, dass durch die damit einhergehende Verteuerung für den Anbieter eine höhere Übernahmeprämie hätte erkämpft werden können. Ab dem 1. Januar 2007 wurde das Bundesverwaltungsgericht zwischengeschaltet.⁹⁷ Das bedeutet, dass die Verfügungen der EBK vor diesem Gericht anzufechten waren. In letzter Instanz konnte im Anschluss daran Beschwerde beim Bundesgericht eingelegt werden.

Bemängelt wurde immer wieder, dass es zuweilen langwierige Rechtswege erfordert, um von der Übernahmekommission über die EBK zu einer letztendlichen und bindenden Entscheidung durch das Bundesgericht zu kommen. So zeigt beispielsweise der Fall

⁹¹ Vgl. o.V.(2003).

⁹² Vgl. KÖPFLI(2000), S. 16.

⁹³ Vgl. Art. 23 Abs. 3 BEHG(alt).

⁹⁴ Vgl. Art. 23 Abs. 4 BEHG(alt); die Ablehnung einer Empfehlung hat gemäß Art. 35 Abs. 5 BEHV-EKBK schriftlich begründet innerhalb von fünf Börsentagen zu erfolgen.

⁹⁵ Art. 39 BEHG ist durch Anhang Ziff. 146 des Verwaltungsgerichtsgesetzes vom 17. Juni 2005 aufgehoben, mit Wirkung seit 1. Januar 2007.

⁹⁶ Vgl. Art. 103 Abs. 1 BGG.

⁹⁷ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 82f.

Baumgartner Papiers Holding, mit welcher Verzögerung bei derartig langen Entscheidungswegen zu rechnen ist. Am 25. Mai 2000 reichte Edelman Value Partners bei der Übernahmekommission ein Gesuch um Ausnahme von der Angebotspflicht ein. Die endgültige Entscheidung des Bestehens der Angebotspflicht fällt das Bundesgericht am 2. Juli 2001.⁹⁸

Ein weiteres Problem besteht darin, dass das verwaltungsrechtliche Sanktionspotential gegenüber einem ausländischen Bieter bei Missachtung der Übernahmevorschriften auf Grund des Territorialprinzips weitgehend eingeschränkt ist.⁹⁹ So ist die schweizerische Behörde auf Amtshilfe der jeweiligen ausländischen Behörde angewiesen.¹⁰⁰

Das Bundesgericht beschäftigte sich in insgesamt sechs Urteilen mit den öffentlichen Übernahmeangeboten der Jahre zwischen 1998 und 2008. Diese Urteile sind in chronologischer Reihenfolge in Tabelle 2 aufgeführt.

Zielgesellschaft	Entscheid	Urteil
Baumgartner Papiers Holding AG	2A.394/2000 vom 02.07.2001	Bestehen der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG, auch wenn die Stimmrechte nicht ausübbar sind
Baumgartner Papiers Holding AG	129 II 183 vom 18.02.2003	Minderheitsaktionäre haben vor der Übernahmekommission keine Parteistellung
Quadrant AG	130 II 530 vom 25.08.2004	Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG
Aare-Tessin AG für Elektrizität	133 II 81 vom 27.02.2007	Intervenienten haben nur bei Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht oder Gewährung einer besonderen Ausnahme das Recht, eine Empfehlung der UEK bei der EBK anzufechten
SIG Holding AG	133 II 232 vom 06.06.2007	Gleichbehandlung der Anbieter bei der Due Diligence
Implenia AG	136 II 304 vom 11.03.2010	Verstoß gegen die Meldepflicht beim Beteiligungsaufbau mit Hilfe von CFDs

Tab. 2: Urteile des Bundesgerichts im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten

Mit Revision der Übernahmeverordnung erlässt die Übernahmekommission seit Januar 2009 Verfügungen.¹⁰¹ Verfügungen der Übernahmekommission können innerhalb von fünf Börsentagen bei der FINMA angefochten werden.¹⁰² Gegen den Entscheid der FINMA kann anschließend innerhalb von zehn Tagen beim Bundesverwaltungsgericht Beschwerde eingelegt werden, eine Weiterziehung an das Bundesgericht ist nach Art. 83 lit. u BGG seit dem 1. Januar 2009 ausgeschlossen.¹⁰³ Der Gesetzgeber hatte die Intention, das Verfahren zu

⁹⁸ Vgl. LENGAUER(2002), S. 473.

⁹⁹ Vgl. REUTTER(2002), S. 25f.

¹⁰⁰ Vgl. Art. 38 BEHG.

¹⁰¹ Vgl. TSCHÄNI/DIEM/WOLF(2009), S. 88ff., SCHÄRER(2010), S. 85ff.

¹⁰² Vgl. Art. 33c BEHG, Art. 68 UEV.

¹⁰³ Vgl. Art. 33d BEHG.

beschleunigen. Doch hat der erste Fall, auf den das neue Verfahrensrecht anzuwenden war, bereits gezeigt, dass es immer noch zu erheblichen Verzögerungen kommt.¹⁰⁴

2.2.2.3 Veröffentlichungsvorschriften

Um nun die Adressaten eines Angebots zu erreichen, müssen diese in gebührender Form über die anstehende Offerte informiert werden.

Das Gesetz regelt, mit Hilfe welcher Veröffentlichungen die Aktionäre der Zielgesellschaft über das Übernahmeangebot und dessen Verlauf zu informieren sind. Im Einzelnen sind dies eine allfällige Voranmeldung, das Angebotsprospekt, der Verwaltungsratsbericht, das Zwischenergebnis sowie das Endergebnis.¹⁰⁵

TSCHÄNI/IFFLANFD/DIEM(2007) sind der Ansicht, dass die restriktiven Vorschriften, welche vorsehen, dass die Angebotsunterlagen auf Deutsch und auf Französisch zu veröffentlichen sind, zu weit gehen, und sprechen sich aus Kostengründen für eine Regelung aus, welche vorsieht, dass die Sprache nicht vorgeschrieben wird.¹⁰⁶ Diese Ansicht kann mit Verweis auf den Gleichbehandlungsgrundsatz nicht geteilt werden.

Nicht eindeutig geklärt ist bisher, ob sogenannte Aktionärsschreiben zulässig sind. Hierbei wendet sich der Anbieter direkt an die Aktionäre der Zielgesellschaft und wirbt in einem Brief um deren Gunst. Eine direkte Zustellung an die Aktionäre ist nur dann möglich, wenn die Gesellschaft Namenaktien ausgegeben hat, und der Anbieter bereits die Zielgesellschaft beherrscht und somit Einblick in das Aktienbuch der Gesellschaft nehmen kann. Denn nach schweizerischem Recht besteht für die Aktionäre gegen den Willen des Verwaltungsrates keine Möglichkeit, Einblick in das Aktienbuch zu nehmen.¹⁰⁷ Ein Anbieter kann in diesem Fall ein Aktionärsschreiben nur mittels eines Zeitungsinserats publizieren.

Ein derartiges Schreiben enthält im Regelfall allerdings nicht alle vom Gesetz für das Angebotsprospekt vorgeschriebenen Elemente. SCHÄRER/AREGGER(2003) sind deshalb der Ansicht, dass ein Aktionärsschreiben zusätzlich zu einem Angebotsprospekt oder als Ersatz für ein solches nicht zulässig ist, da die Gefahr besteht, dass Aktionäre nur gestützt auf dieses Schreiben ihre Entscheidung bezüglich Andienung oder Ablehnung treffen und somit nicht in der Weise informiert worden sind, wie es das Gesetz vorschreibt.¹⁰⁸

¹⁰⁴ Vgl. ROMERIO/GERHARD(2009), S. 360.

¹⁰⁵ Vgl. Art. 6, 18, 33, 44, 47 UEV.

¹⁰⁶ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 86.

¹⁰⁷ Vgl. MÖLLER(1998), S. 96. Das Aktienbuch gilt nicht als Geschäftsbuch, sondern als privates Dokument der Gesellschaft.

¹⁰⁸ Vgl. SCHÄRER/AREGGER(2003), S. 150f.

2.2.2.4 Gleichbehandlungsgrundsatz

Wenn es schließlich zu einer Übernahme kommt, ist die zentrale Frage, welche Interessen dabei zu schützen sind. Auf Grund des Informationsvorsprungs der Zielgesellschaft und in der Regel auch der des Anbieters gegenüber den Aktionären bedürfen letztere eines besonderen Schutzes, um nicht durch opportunistisches Verhalten von Seiten des Verwaltungsrates oder des Anbieters übervorteilt zu werden.¹⁰⁹ Besonders gravierend kann sich dieses Problem in den Fällen auswirken, in denen das Angebot für illiquide Beteiligungspapiere unterbreitet wird, bei denen sich deren wahrer Wert nicht im Aktienkurs widerspiegelt. In diesem Fall sind die Zielgesellschaft und der Anbieter, vor allem nach der Durchführung einer Due Diligence, besser informiert über den wahren Wert der Gesellschaft als der Aktionär.

Allerdings gibt es hierzu auch andere Meinungen. So wird die Ansicht vertreten, dass die Minderheitsaktionäre, denen ein gewisser Lästigkeitswert zugesprochen wird, keines besonderen Schutzes bedürfen, da sie im Übernahmeprozess nur hinderlich und ansonsten bei börsennotierten Unternehmen ohnehin zu einer Vernichtung von Shareholder Value beitragen.¹¹⁰

Um der Benachteiligung von Minderheitsaktionären entgegenzuwirken, legt das Börsengesetz in Art. 24 Abs. 2 BEHG fest, dass der Anbieter die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleichbehandeln muss. Dies bedeutet, dass er beispielsweise den bedeutenden Aktionären der Zielgesellschaft keinen höheren Preis anbieten darf. Überdies ist es auch nicht gestattet, ein Angebot zu lancieren, welches sich nur an einen ausgewählten Personenkreis richtet.

Seine weitere Konkretisierung findet der Gleichbehandlungsgrundsatz in den Artikeln 9 und 10 der Übernahmeverordnung. Demnach muss der Anbieter sein Angebot auf alle Kategorien von Beteiligungspapieren ausweiten und auch auf diejenigen Titel, die durch die Ausübung von Finanzinstrumenten¹¹¹ entstehen können. Allerdings besteht keine Pflicht, das Angebot auch auf Finanzinstrumente selbst auszudehnen. Bei Teilangeboten ist der Anbieter, wie schon erwähnt, verpflichtet, alle Annahmeerklärungen prorata zu berücksichtigen. Die Aktionäre haben also keinen zeitlichen Andienungsdruck.

¹⁰⁹ Vgl. BÜHLER(2002), S. 16.

¹¹⁰ Vgl. KÜHN(1992), S. 291ff., RICHARD(2002), S. 376ff.

¹¹¹ Mit Revision des Übernahmerechts wurde der Begriff „Finanzinstrumente“ in das Gesetz aufgenommen. Der Grund dafür liegt in der bis dahin gängigen Praxis, mit diversen Finanzinstrumenten wie beispielsweise Optionen oder CFDs einen unbemerkten Beteiligungsaufbau zu betreiben.

Sollte sich das Angebot auch auf nichtkотиerte Beteiligungspapiere erstrecken, so gilt auch für diese der Gleichbehandlungsgrundsatz. Außerdem müssen die Preise für die verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren in einem angemessenen Verhältnis stehen.

Die Gleichbehandlung bezüglich des Angebotspreises wird unter anderem auch durch die Best Price Rule sichergestellt. Danach ist es einem Anbieter zwar erlaubt, nach Veröffentlichung eines Übernahmeangebots einen höheren Preis für die Beteiligungstitel zu zahlen als im Angebot angeboten. Allerdings muss der Anbieter dann allen Aktionären, die das Angebot annehmen, diesen höheren Preis zahlen. Sofern der Anbieter beim Rückkauf noch nicht ausgeübter Kaderoptionen einen Betrag bezahlt, der den Wert der Option übersteigt, verletzt er damit die Best Price Regelung.¹¹²

Die Übernahmekommission kann andererseits vom Gleichbehandlungsgrundsatz eine Ausnahme erteilen, sofern sich dies durch ein überwiegendes Interesse rechtfertigen lässt.¹¹³ Es handelt sich hier - genau wie in Art. 717 Abs. 2 OR¹¹⁴ - nicht um einen absoluten, sondern um einen relativen Gleichbehandlungsgrundsatz.

Eine Ungleichbehandlung der Aktionäre zeigt sich beispielsweise bei den in den meisten Angeboten enthaltenen Sales Restrictions. Dabei werden bestimmte ausländische Inhaber der Beteiligungstitel der Zielgesellschaft von der Offerte ausgeschlossen. Derartige Beschränkungen sind dann zweckmäßig, wenn sie den Anbieter vor unangenehmen Konsequenzen schützen, wie sie aus einer unzureichenden Offerte beispielsweise in den USA resultieren würden.¹¹⁵ Es ist dem Anbieter nicht zuzumuten, das Angebot an sämtliche nationale Rechtssysteme anzupassen. Auch eine Ausdehnung des Angebots auf ADRs (American Depositary Receipts), die häufig in den USA platziert sind, ist nicht erforderlich, da sie die gleiche Behandlung erfahren wie Call-Optionen, für die keine Angebotspflicht gilt.¹¹⁶ Die SEC hat zwar im Jahr 2000 neue Cross-border Rules erlassen, die die Ausweitung einer Übernahme auf die Aktionäre in den USA vereinfachen und damit deren Ausschluss verhindern sollen.¹¹⁷ Jedoch hat sich dies nicht auf die in der Schweiz lancierten Übernahmen ausgewirkt.

¹¹² Vgl. BOVEY/WASER(2010), S. 255.

¹¹³ Vgl. Empfehlung Mövenpick Holding AG vom 24 Dezember 1999, Erw. 3.

¹¹⁴ Der Verwaltungsrat hat die Aktionäre unter gleichen Umständen gleichzubehandeln.

¹¹⁵ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND(2002), S. 126.

¹¹⁶ Vgl. Recommendation TAG Heuer International SA of 4 October 1999.

¹¹⁷ Vgl. STREHL(2005), S. 48.

2.2.2.5 Meldepflicht und Offenlegung

Um während des Übernahmeverfahrens Insidergeschäfte zu verhindern, gilt ab der Veröffentlichung der Offerte bis zum Ende der Nachfrist die ausgeweitete Meldepflicht nach Art. 31 BEHG. Der Anbieter, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen und die bedeutenden Aktionäre der Zielgesellschaft, die mehr als 3 Prozent der Stimmrechte besitzen, sind dazu verpflichtet, jede Transaktion in Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft der Übernahmekommission und der Börse zu melden. Im Fall eines Tauschangebots erstreckt sich diese Meldepflicht auch auf die bedeutenden Aktionäre der Gesellschaft, deren Titel zum Tausch angeboten werden. Im Zusammenhang mit der ausgeweiteten Meldepflicht soll es für den Anbieter und für die bedeutenden Aktionäre nicht möglich sein, durch geschickte Transaktionen eine unbemerkte Kursmanipulation im Sinne des Art. 33f BEHG zu betreiben. Eine Offenlegung gegenüber der Gesellschaft oder eine Veröffentlichung dieser Transaktionen war bis Ende 2008 nur dann vorgesehen, wenn die Transaktion einen bedeutsamen Einfluss auf den Kurs des entsprechenden Beteiligungspapiers hatte, die Veröffentlichung auf Grund der Lauterkeit des Handels erforderlich war, oder wenn es sich um einen Verkauf von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft durch den Anbieter handelte.¹¹⁸ In die Transaktionen der Anbieterin und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen konnte die Zielgesellschaft jederzeit Einblick verlangen, in diejenigen der meldepflichtigen Aktionäre allerdings nicht.¹¹⁹

Da es im Sinne der Gleichbehandlung wünschenswert ist, dass alle Transaktionen von Anbieter und bedeutenden Aktionären in jedem Fall veröffentlicht werden, um den Aktionären die Möglichkeit zu bieten, in Kenntnis der Sachlage ihre Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung zu fällen, ist dies seit dem 1. Januar 2009 laut Art. 43 UEV vorgeschrieben. Denn durch eine derartige Veröffentlichung können die Aktionäre auch abschätzen, ob das Angebot für den Anbieter erfolgreich sein wird.¹²⁰

Ein Verstoß gegen die Meldepflicht kann gemäß Art. 41 BEHG bei Vorsatz oder Fahrlässigkeit mit einer Geldbuße sanktioniert werden. Verstoßen allerdings ausländische Aktionäre, die nicht direkt in die Transaktion eingebunden sind, gegen die Meldepflicht, wird das in den meisten Fällen nicht geahndet.¹²¹

¹¹⁸ Vgl. Art. 42 UEV-UEK.

¹¹⁹ Vgl. Empfehlung Leica Geosystems Holdings AG vom 3. August 2005, Erw. 3.

¹²⁰ Vgl. REUTTER/PELLANDA(2007), S. 561f.

¹²¹ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 221ff.

2.2.2.6 Parteistellung

Am Verfahren des öffentlichen Übernahmeangebots vor der Übernahmekommission konnten sich bis Ende 2008 alle beteiligen, die ein direktes berechtigtes Interesse geltend machen konnten.¹²² Dies galt vor allem neben Anbieter und Zielgesellschaft für Aktionäre der beiden Parteien. Die Aktionäre der Zielgesellschaft und des Anbieters konnten bisher allerdings nur als Intervenienten nach Art. 54 UEV-UEK am Verfahren teilnehmen, sofern sie über mehr als fünf Prozent der Stimmen an der jeweiligen Gesellschaft verfügen, denn dann hatten sie zweifelsohne das geforderte berechnete Interesse. Die Beteiligungsmöglichkeit der übrigen Minderheitsaktionäre lag im Ermessen der Übernahmekommission. Ein Kostenrisiko bestand für die Aktionäre, zumindest was die Gebühren der Übernahmekommission betrifft, nicht, da das Börsengesetz nur Anbieter und Zielgesellschaft im Zusammenhang mit diesen Gebühren nennt.¹²³

Parteistellung vor der Übernahmekommission hatten aber nur der Anbieter, die in gemeinsamer Absprache mit ihm Handelnden sowie die Zielgesellschaft.¹²⁴ Ab Anfang 2009 wurde diese Parteistellung auch auf Aktionäre mit mindestens zwei Prozent der Stimmrechte ausgeweitet.¹²⁵ Mit Revision der Übernahmeverordnung wurde die Schwelle zum 1. Mai 2013 auf drei Prozent angehoben.¹²⁶ Auf diese Möglichkeit muss der Anbieter im Angebotsprospekt explizit hinweisen.¹²⁷ Um die Parteistellung zu erhalten, muss der betreffende Aktionär über den Stimmrechtsanteil von drei Prozent schon bei Veröffentlichung des Angebots verfügen.

Allerdings besteht für jede Person die Möglichkeit, übernahmerechtlich relevante Sachverhalte bei der Übernahmekommission anzuzeigen. Sie erhält dabei aber keine Parteistellung.¹²⁸ Die beteiligten Parteien dagegen erhalten Einsicht in die Akten, welche die

¹²² Vgl. Art. 54 Abs. 1 UEV-UEK

¹²³ Vgl. Art. 23 Abs. 5 BEHG.

¹²⁴ Vgl. Empfehlung Unaxis Holding AG vom 12. Mai 2005, Erw. 1.

¹²⁵ Vgl. Art. 56 Abs. 3 UEV. Ein Aktionär mit Parteistellung kann sich beispielsweise gegen ein unzureichendes Angebot zur Wehr setzen, indem er als vorsorgliche Maßnahme die Suspendierung eines laufenden Angebots verlangt. Allerdings wird die Suspendierung mit Verweis auf das Rücktrittsrecht der Aktionäre bei einem untersagten Angebot von LUGINBÜHL(2009) abgelehnt, vgl. LUGINBÜHL(2009), S. 219f. LÄSER/VON DER CRONE(2008) votieren für eine Anhebung der Schwelle auf 3% mit Verweis auf die bei diesem Grenzwert einsetzende Meldepflicht, vgl. LÄSER/VON DER CRONE(2008), S. 364. TSCHÄNI/DIEM/WOLF(2009) prognostizieren, dass aktivistische Investoren in Zukunft zwischen 2% und 3% der Stimmrechte an einer Gesellschaft halten werden und sich damit ein „anonymes Störpotential“ sichern, TSCHÄNI/DIEM/WOLF(2009), S. 89. Denn bei einer Beteiligung von unter 3% unterliegen diese Aktionäre nicht der Meldepflicht.

¹²⁶ Vgl. Art. 56 Abs. 3 UEV.

¹²⁷ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2010), S. 302.

¹²⁸ Vgl. Art. 62 Abs. 1 und 3 UEV.

Grundlage für die Empfehlung der Übernahmekommission bilden¹²⁹, sofern nicht Geheimhaltungsinteressen einer anderen Partei dem entgegenstehen.¹³⁰

Die am Verfahren beteiligten Aktionäre können seit Anfang 2009 von der Übernahmekommission zur Kasse gebeten werden, wenn sie „der Übernahmekommission besondere Arbeit verursachen“¹³¹. Die Gebühren betragen dabei mindestens 20.000 Schweizer Franken und höchstens so viel wie die Gebühr, die der Anbieter zu entrichten hat.¹³²

2.2.2.7 Gerichtsstand

Sollte es während eines öffentlichen Übernahmeangebots zu Rechtsstreitigkeiten kommen, ist nicht immer das Gericht am Sitz einer der Gesellschaften zuständig, sondern die beteiligten Personen konnten bis zum Inkrafttreten der Schweizerischen Zivilprozessordnung gemäß Art. 9 GestG eine sogenannte Gerichtsstandsvereinbarung treffen.¹³³

Grundsätzlich legt das Obligationenrecht in Art. 74 Abs. 2 Ziff. 1 OR fest, dass zur Einklagung des Kaufpreises der Wohnsitz der andienenden Aktionäre relevant ist. Das Problem liegt hierbei aber in der Vielzahl der verschiedenen Aktionäre, die zum Teil ihren Wohnsitz im Ausland haben. Deshalb ging man dazu über, dass dort, wo sich die Zahlstelle befindet, also die mit der Auszahlung oder dem Umtausch betraute Bank, auch der Ort für die Zuständigkeit des entsprechenden Gerichts ist.¹³⁴

TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007) weisen darauf hin, dass nicht ausgeschlossen werden kann, dass ein öffentliches Übernahmeangebot auch trotz der in den meisten Fällen getroffenen Gerichtsstandsklausel vor einem ausländischen Gericht landen kann, sofern das Gericht die Klage anerkennt.

In 91 der 124 Angebotsprospekte in den Jahren von 1998 bis 2008 wird das Handelsgericht des Kantons Zürich für zuständig erklärt. Weitere Handelsgerichte gibt es in den Kantonen Bern, Aargau und St. Gallen, die bis Inkrafttreten der Schweizerischen Zivilprozessordnung

¹²⁹ Vgl. Empfehlung Unaxis Holding AG vom 12. Mai 2005, Erw. 2, 3.

¹³⁰ Vgl. Empfehlung II Sulzer AG vom 19. März 2001, Erw. 2ff.

¹³¹ Art. 69 Abs. 5 UEV.

¹³² Die Gebühr, die der Anbieter zu tragen hat liegt je nach Transaktionsvolumen zwischen 50.000 Franken und 250.000 Franken.

¹³³ Vgl. REUTTER(2002), S. 26f. Mit Inkrafttreten der Schweizerische Zivilprozessordnung am 1. Januar 2011 wurde das Gerichtsstandsgesetz aufgehoben.

¹³⁴ Vgl. REUTTER(2002), S. 33. Mit Hilfe einer Gerichtsstandsvereinbarung konnte sich der Anbieter bis zum Inkrafttreten der ZPO davor schützen, dass ein ausländischer Aktionär das Gericht an seinem Wohnsitz anruft. In Angebotsprospekten findet man in diesem Zusammenhang häufig folgende Sätze: „Das Angebot und sämtliche daraus resultierenden gegenseitigen Rechte und Pflichten unterstehen schweizerischem Recht. Ausschliesslicher Gerichtsstand ist das Handelsgericht des Kantons Zürich.“

dann anzurufen waren, wenn es sich um kaufmännische Belange mit einem Streitwert von mindestens 8000 Schweizer Franken handelte.¹³⁵

Seit dem 1. Januar 2011 regelt die Schweizerische Zivilprozessordnung in Art. 5 Abs. 1 h, dass das kantonale Recht das Gericht bezeichnet, welches als einzige kantonale Instanz für Streitigkeiten nach dem Börsengesetz zuständig ist.

2.3 Zeitplan eines öffentlichen Übernahmeangebots

In Abbildung 2 ist der zeitliche Ablauf eines öffentlichen Übernahmeangebots mit einer anschließenden Kraftloserklärung dargestellt. Von den angegebenen Zeitspannen zwischen den 17 Übernahmeschritten kann die Übernahmekommission allerdings jeweils Ausnahmen gewähren. Diese Ausnahmen und die Grundlage, auf der sie basieren, werden bei der Erklärung der einzelnen Übernahmeschritte konkretisiert.

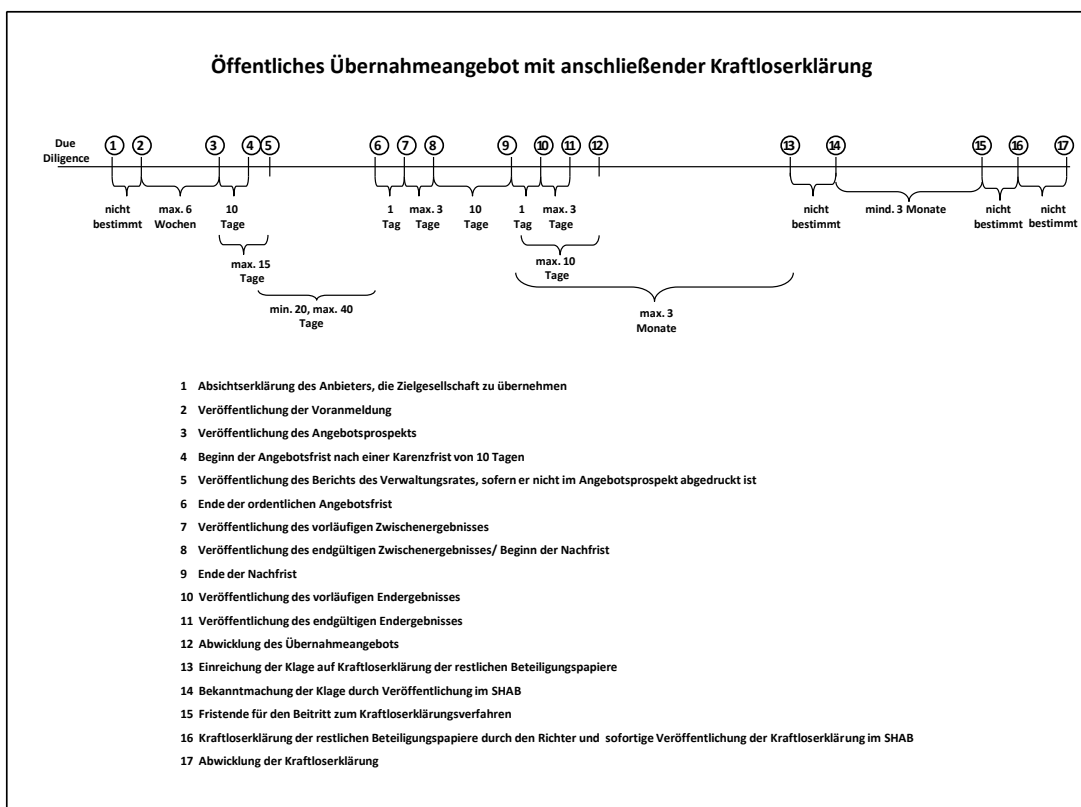


Abb. 2: Zeitplan für den Ablauf eines öffentlichen Übernahmeangebots mit anschließender Kraftloserklärung¹³⁶

¹³⁵ Vgl. BUNDESGERICHT(2007), S. 11 und 14.

¹³⁶ Zur Kraftloserklärung siehe Kapitel 3.1.

Bevor ein potentieller Anbieter eine Übernahmeabsicht abgibt, muss er im Vorfeld abklären, ob die Zielgesellschaft ein geeigneter Übernahmekandidat ist. Um sich dabei ein umfassendes Bild über das anvisierte Unternehmen zu verschaffen, wird oftmals eine Due Diligence durchgeführt. Möglich ist es aber auch, die Due Diligence erst während des Übernahmeverfahrens durchzuführen.

Im Anschluss daran hat der Anbieter die Möglichkeit, sich zur Übernahmeabsicht zu bekennen. Er kann das Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts mittels einer Voranmeldung ankündigen. Dies erscheint sinnvoll, um einen durch Übernahmephantasien in die Höhe getriebenen Kurs der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft möglichst zu vermeiden. In einigen Fällen findet aber ein offizielles Bekenntnis zur Übernahmeabsicht schon vor der Veröffentlichung der Voranmeldung statt. Ein möglicher Grund hierfür könnte die Verpflichtung für kotierte Gesellschaften sein, kursrelevante Tatsachen nach Art. 72 Abs. 1 KR in Form einer Ad hoc-Mitteilung zu melden, sofern kein Bekanntgabeaufschub gewährt wurde.¹³⁷

Vor Veröffentlichung der Voranmeldung oder – sofern diese entfällt – des Angebotsprospekts kann es sich bei einem angekündigten Übernahmeangebot auch um ein virtuelles Übernahmeangebot handeln. Dieses zeichnet sich dadurch aus, dass es den Anbieter nicht zur tatsächlichen Lancierung verpflichtet, und die Aktionäre der Zielgesellschaft es somit zu diesem Zeitpunkt nicht annehmen können.¹³⁸ Ein virtuelles Übernahmeangebot wird für den Anbieter dann verpflichtend, wenn es sich um eine ausreichend konkrete Aufforderung an die Aktionäre der Zielgesellschaft handelt.¹³⁹ Beispielsweise würde die Formulierung „xyz prüft die Möglichkeit, ein Angebot für die Zielgesellschaft zu unterbreiten...“¹⁴⁰ den klassischen Fall eines virtuellen Übernahmeangebots darstellen.¹⁴¹ Im Falle eines virtuellen Übernahmeangebots ist die Zielgesellschaft nicht eingeschränkt in der Wahl ihrer Abwehrmaßnahmen, auch wenn bereits Gespräche zwischen Zielgesellschaft und potentielltem Anbieter stattfinden.¹⁴²

Bis zum Jahr 2005 hat die Übernahmekommission erst dann eingegriffen, sofern eine der beteiligten Parteien bei ihr ein Gesuch eingereicht hat. Im Jahr 2005 hat sich die Übernahmekommission dann zu einer Praxisänderung entschieden und wird auch dann ein

¹³⁷ Vgl. LÜCHINGER(2004), S. 242. In diesem Zusammenhang wird eine Abwägung zwischen den Geheimhaltungsinteressen der Gesellschaft und der chancengleichen und zeitnahen Information der Aktionäre vorgenommen. APPENZELLER(2009), S. 468f.

¹³⁸ Vgl. GERHARD (2006), S. 217.

¹³⁹ Vgl. Empfehlung Forbo Holding AG vom 18. März 2005, Erw. 2.4.2.

¹⁴⁰ GERHARD (2006), S. 218.

¹⁴¹ Beispiele für virtuelle Angebote: Novartis AG (2005) für Berna Biotech, Eichhof Holding AG (2006) für Amazys, Vgl. GERHARD (2006), S. 218.

¹⁴² Vgl. Empfehlung V Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005, Erw. 1.2.2.

Verfahren eröffnen, wenn es sich um ein virtuelles Übernahmeangebot handelt und die Vermutung nahe liegt, dass die übernahmerechtlichen Grundsätze verletzt werden.¹⁴³ Mit Inkrafttreten der Übernahmeverordnung am 1. Januar 2009 wurden diese potentiellen Angebote mit in das Regelwerk aufgenommen. Die Frist, die zwischen der Veröffentlichung der Übernahmeabsicht und der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts liegt, wird demnach gemäß Art. 53 Abs. 1 UEV von der Übernahmekommission im Einzelfall bestimmt. Zudem kann sie einem potentiellen Anbieter auferlegen, entweder ein Angebot zu veröffentlichen oder eine Erklärung abzugeben, dass dieser innerhalb von sechs Monaten kein Angebot unterbreiten oder eine Beteiligung erwerben wird, die ein Pflichtangebot auslöst.¹⁴⁴

2.4 Ablauf eines öffentlichen Übernahmeangebots

In den folgenden Abschnitten werden nun die einzelnen Verfahrensschritte eines öffentlichen Übernahmeangebots näher beleuchtet, beginnend mit der Due Diligence, über die Voranmeldung sowie das Angebotsprospekt bis hin zum Ergebnis der Offerte.

2.4.1. Due Diligence

Vor der Lancierung einer Übernahmeofferte liegt es im Interesse des Anbieters, sofern er nicht bereits als Mehrheitsaktionär über hinreichenden Einblick in die Geschäfte der Zielgesellschaft verfügt, sich ein umfassendes Bild über die Zielgesellschaft zu verschaffen. Dies wird in der Regel durch eine Due Diligence erreicht. Da die in den Kaufverträgen oftmals enthaltenen Zusicherungen und Garantien nicht alle Risiken vollständig abdecken können, ist eine eigenständige Beurteilung der Gesellschaft durch den Anbieter von Vorteil.¹⁴⁵ Wie weit eine Due Diligence gehen darf, ist gesetzlich nicht geregelt. Neben den Geheimhaltungsinteressen der Zielgesellschaft spielen auch noch Kosten- und Zeitaspekte eine Rolle.¹⁴⁶ Die für den Anbieter relevanten Prüfbereiche können in rechtliche, finanzielle und operative Bereiche gegliedert werden.¹⁴⁷ In rechtlicher Hinsicht interessieren vor allem

¹⁴³ Vgl. Empfehlung Forbo Holding AG vom 7. März 2005, Erw. 1.2.

¹⁴⁴ Vgl. Art. 53 Abs. 1 lit. a und b UEV

¹⁴⁵ Vgl. SCHENKER(2001), S. 211 f.

¹⁴⁶ Vgl. SCHENKER(2001), S. 215.

¹⁴⁷ Vgl. NEUMEUER/FRITZSCHE(2002), S. 50 ff.

Unternehmensverträge¹⁴⁸ oder anhängige bzw. drohende Prozesse und die daraus resultierenden Risiken. Die Prüfung in finanzieller Hinsicht beschäftigt sich mit der Einsicht in die Bücher der Zielgesellschaft, wobei neben Ist- und Planzahlen auch der steuerliche Aspekt von Bedeutung ist. Die Überprüfungen der restlichen Unternehmensbereiche werden unter dem Begriff der operativen Prüfung zusammengefasst. Es bleibt nun, wie schon erwähnt, dem Verwaltungsrat überlassen, über die Tiefe des Einblicks zu entscheiden.

Bei konkurrierenden Angeboten allerdings müssen den Anbietern die gleichen Informationen zur Verfügung gestellt werden.¹⁴⁹ Auch wenn einer der beiden Anbieter die ihm zugänglich gemachten Informationen nicht nutzt oder das ihm zugesagte Einsichtsrecht nicht im vollen Umfang ausschöpft, hat die Zielgesellschaft dem anderen Anbieter die gleichen Möglichkeiten zur Einsichtnahme zu gewähren.¹⁵⁰ Wenn sich also die Zielgesellschaft nach einem feindlichen Übernahmeangebot auf die Suche nach einem White Knight macht und diesem eine Due Diligence gewährt, so muss sie auch dem Erstanbieter diese Möglichkeit zugestehen, selbst wenn der potentielle White Knight letztendlich kein Angebot unterbreitet.¹⁵¹ Dieser Vorschrift halten ROMERIO/GERHARD(2007) entgegen, dass der Erstanbieter nach ihrer Ansicht erst dann einen tatsächlichen informellen Nachteil erleidet, wenn tatsächlich eine Konkurrenzofferte lanciert wird.¹⁵² Das Bundesgericht teilte diese Meinung nicht und hat entschieden, dass der Erstanbieter dann zur Due Diligence zugelassen werden muss, wenn einem potentiellen Konkurrenzanbieter dieses Einsichtsrecht gewährt wird, selbst wenn dieser doch noch von der Unterbreitung einer Offerte absieht.¹⁵³

Auch die zeitliche Komponente ist bei der Gewährung der Due Diligence zu berücksichtigen. Sofern die Zielgesellschaft einem anderen Anbieter vor mehreren Jahren im Zuge einer potentiellen Übernahme Einblick in die Bücher gewährt hat, kann sich ein Anbieter zu einem wesentlich späteren Zeitpunkt nicht mehr darauf berufen.¹⁵⁴ Dies kann dann von Bedeutung sein, wenn beispielsweise der Anbieter ein direkter Wettbewerber der Zielgesellschaft ist, wobei die Beurteilung dieses Sachverhalts der Übernahmekommission obliegt.¹⁵⁵

Das Recht, eine Due Diligence gegen den Willen der Gesellschaft durchzuführen, besteht nicht. So entschied die Übernahmekommission im Fall EIC Electricity SA im Jahr 2003, dass

¹⁴⁸ Beispielsweise könnten Verträge mit Lieferanten Change of Control Klauseln enthalten, die eine sofortige Vertragskündigung vorsehen, sofern es zu einem Kontrollwechsel kommt; vgl. dazu CLASSEN/HSU/PELLANDA(2007), S. 328.

¹⁴⁹ Vgl. Art. 49 Abs. 1 UEV, BILEK/VON DER CRONE(2007).

¹⁵⁰ Vgl. ROMERIO/GERHARD(2007), S. 9.

¹⁵¹ Vgl. Empfehlung I Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 15. Juli 2005, Erw. 2.11.3.

¹⁵² Vgl. ROMERIO/GERHARD(2007), S. 7.

¹⁵³ Vgl. BGE 133 II 232, Erw. 3.4. Im Fall der SIG Holding aus dem Jahr 2007 hat der Erstanbieter erfolgreich vor dem Bundesgericht die Möglichkeit zur Due Diligence eingeklagt.

¹⁵⁴ Vgl. ROMERIO/GERHARD(2007), S. 9.

¹⁵⁵ Vgl. Empfehlung III SIG Holding AG vom 14. November 2006, Erw. 2.3ff.

es in der Natur der Sache liege, dass die Gesellschaft besser über ihr Vermögen und die Geschäftsabläufe informiert ist, und sich aus diesem Informationsvorsprung kein Rechtsanspruch auf eine Due Diligence ergebe.¹⁵⁶

Der Versuch, eine Due Diligence durch einen Generalversammlungsbeschluss durchführen zu können, ist im Fall der Übernahme der SIG Holding AG im Jahr 2007 gescheitert. Die Übernahmekommission vertritt den Standpunkt, dass alleine der Verwaltungsrat zu bestimmen hat, ob er eine Due Diligence gestatten wird.¹⁵⁷ Er hat bei seiner Entscheidung, ob er die Erlaubnis erteilen sollte, zu berücksichtigen, dass der Gesellschaft nach einer Due Diligence das Image einer „hässlichen Braut“ anhaften könnte, sofern sich der Interessent dazu entscheidet, kein Angebot zu unterbreiten.

Nach Ansicht der Übernahmekommission ist es nicht zulässig, den Erfolg einer Übernahme an die Durchführung einer Due Diligence zu koppeln. Im Fall von Saia-Burgess Electronics Holding AG im Jahr 2005 wollte die Sumida Corporation ihr Angebot nur aufrechterhalten, sofern sie eine Due Diligence durchführen dürfe. Die Übernahmekommission stufte dies als eine unzulässige Bedingung ein, da sich dadurch der Verwaltungsrat in einem unzumutbaren Interessenkonflikt befände. Auf der einen Seite würde die Verweigerung unter Umständen eine unzulässige Abwehrmaßnahme bedeuten. Für diese Auffassung fehlt allerdings eine gesetzliche Grundlage. Denn die Ablehnung einer Due Diligence tangiert nicht den Aktiv- und Passivbestand, der laut Art. 29 Abs. 2 BEHG nicht in bedeutender Weise verändert werden darf.¹⁵⁸

Auf der anderen Seite würde der Verwaltungsrat seine Treuepflichten gemäß Art. 717 Abs. 1 OR durch einen Einblick in die Bücher verletzen.¹⁵⁹ Diese Ansicht der Übernahmekommission kann nicht geteilt werden, da bei den übrigen Angeboten die Durchführung einer Due Diligence auch nicht zu einem Verstoß gegen Art. 717 Abs. 1 OR geführt hat.

Der Angebotspreis konnte bis Ende 2008 nach der Veröffentlichung der Voranmeldung gesenkt werden, sofern die Due Diligence ergeben hat, dass er aus Sicht des Anbieters als zu

¹⁵⁶ Vgl. Empfehlung EIC Electricity SA vom 25. Juli 2003, Erw. 1.2.

¹⁵⁷ Vgl. Empfehlung I SIG Holding AG vom 26. Oktober 2006, Erw. 5.2.2.1. Dies steht allerdings im Gegensatz zu Art. 697 Abs. 3 OR, der die Entscheidung über die Einsicht entweder dem Verwaltungsrat *oder* der Generalversammlung in die Hand gibt. Vgl. dazu auch LAMBERT/SCHLEIFFER(2008), S. 100ff.

¹⁵⁸ Vgl. ROMERIO(2005), S. 31.

¹⁵⁹ Vgl. Empfehlung I Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 15. Juli 2005, Erw. 2.11.4.

hoch bemessen wurde.¹⁶⁰ Allerdings war eine Preissenkung nur dann möglich, wenn sie sachlich gerechtfertigt war, sich die negativen Aspekte erst durch die Due Diligence gezeigt haben, und der Anbieter nicht schon vorher davon wusste.¹⁶¹ Eine Preisreduktion war auch nur bis zum gesetzlichen Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG möglich, sofern die Bestimmungen über Pflichtangebote beim vorliegenden Angebot griffen, und die Übernahmekommission mit Zustimmung der EBK keine Ausnahme gemäß Art. 43 BEHV-EBK gewährte. Da der Gesetzgeber allerdings der Ansicht ist, dass der Anbieter das Risiko eines zu hoch angesetzten Preises zu tragen hat, wurde diese Bestimmung mit der Revision der Übernahmegesetze zum 1. Januar 2009 aufgehoben.

Nicht zulässig war es hingegen im Angebotsprospekt, den Preis von der Durchführung einer Due Diligence abhängig zu machen, denn beim Preis, welcher im Angebotsprospekt genannt wird, muss es sich um einen Fixpreis handeln.¹⁶² Der Preis darf allerdings jederzeit zugunsten der Aktionäre erhöht werden¹⁶³, wobei jedoch ein Verweis auf die Möglichkeit einer Angebotserhöhung nach Durchführung einer Due Diligence im Angebotsprospekt genau zu spezifizieren war. Andernfalls wurde dieser Verweis von der Übernahmekommission untersagt.¹⁶⁴

Zielgesellschaft	Anbieter	Klausel
Intersport PSC Holding AG (2000)	Stancroft Trust Ltd	Angebotspreis kann nach Durchführung einer Due Diligence nach unten geändert werden
Baumgartner Papiers Holding SA (2002)	MultiPapiers SA	Angebotspreis kann nach erlaubter Due Diligence bei zufrieden stellendem Ergebnis erhöht werden
Centerpulse AG (2003)	Zimmer Holdings Inc.	Falls Due Diligence durchgeführt wird, behält sich der Anbieter alle Rechte aus Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK vor
InCente Capital AG (2003)	Zimmer Holdings Inc.	Falls Due Diligence durchgeführt wird, behält sich der Anbieter alle Rechte aus Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK vor
EIC Electricity SA (2003)	Alpine Select AG	Due Diligence wird zur Angebotsbedingung gemacht; nach der Durchführung Angebotsanpassung, sofern sachlich gerechtfertigt
Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005)	Sumida Holding Germany GmbH	Due Diligence wird zur Angebotsbedingung gemacht
SIG AG (2007)	Romanshorn S.A.	Angebotspreis kann nach erlaubter Due Diligence bei zufrieden stellendem Ergebnis erhöht werden
Eichhof Getränke Holding AG (2008)	Heineken International B.V.	Angebotspreis kann nach Durchführung einer Due Diligence nach unten geändert werden

Tab. 3: Due Diligence-Klauseln in den zwischen 1998 und 2008 publizierten Voranmeldungen

¹⁶⁰ Vgl. Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK.

¹⁶¹ Vgl. Empfehlung II InCente Capital AG vom 11. Juni 2003, Erw. 3.2.

¹⁶² Vgl. LENZ/STAEHLIN(2007), S. 6.

¹⁶³ Vgl. Art. 15 Abs. 1 UEV.

¹⁶⁴ Vgl. Empfehlung I SIG Holding AG vom 26. Oktober 2006, Erw. 1.2.2.

Im Untersuchungszeitraum von 1998 bis 2008 wurde in nur 8 der 104 publizierten Voranmeldungen eine Due Diligence thematisiert. In Tabelle 3 finden sich die dort aufgeführten Klauseln.

Wenn der Verwaltungsrat schließlich die Due Diligence gestattet, besteht ein Trade off zwischen Informationsinteressen des Anbieters und der Verpflichtung des Verwaltungsrats, Geschäftsgeheimnisse zu wahren. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, dieses Problem abzumildern. Es kann aber nicht vollständig behoben werden.¹⁶⁵ In aller Regel verlangt die Zielgesellschaft vom Anbieter, dass dieser sich verpflichtet, die gewonnenen Erkenntnisse nicht preiszugeben, und deshalb eine Geheimhaltungsverpflichtung unterzeichnet. Allerdings besteht besonders bei Konkurrenten die Gefahr, dass die Informationen aus der Due Diligence entsprechend bei der eigenen Geschäftstätigkeit verwertet werden. Existieren besonders starke Bedenken gegenüber dem Anbieter in punkto Geheimhaltung der Daten, so ist es möglich, die Due Diligence von einem Treuhänder durchführen zu lassen.¹⁶⁶ Doch all diese Gegenmaßnahmen können keinen vollständigen Schutz vor der Preisgabe oder der ungewollten Verwendung von Informationen sicherstellen. Die aus der Due Diligence gewonnenen Informationen dürfen dann auch im späteren Verfahren der Übernahme bei einem eventuellen Rechtsstreit verwendet werden.¹⁶⁷

Wenn sich nun die Zielgesellschaft bei der Due Diligence als geeigneter Übernahmekandidat präsentiert hat, wird der Anbieter die Übernahmeabsicht auch den Aktionären bekanntgeben. Wie viel Zeit zwischen der Bekanntgabe der Übernahmeabsicht und der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts verstreichen darf, ist gesetzlich nicht geregelt. Seit dem 01.01.2009 obliegt es der Übernahmekommission, eine geeignete Frist im Einzelfall festzusetzen.¹⁶⁸ Bei 83 der 102 vorangemeldeten Übernahmeangebote fallen Voranmeldung und Ankündigung der Übernahmeabsicht jedoch auf ein und denselben Zeitpunkt zusammen.

¹⁶⁵ Vgl. SCHENKER(2001), S. 213 f.

¹⁶⁶ Vgl. FOTIOU(2004), S. 94f.

¹⁶⁷ Vgl. Verfügung EBK vom 19. September 2000 in Sachen Intersport PSC Holding AG und Stancroft Trust Limited, Erw. 4. Der konkurrierende Anbieter musste wegen des Gleichbehandlungsgrundsatzes ebenfalls zu einer Due Diligence zugelassen werden. Die Zielgesellschaft verlangte von diesem Anbieter die gleiche restriktive Vertraulichkeitserklärung wie vom ersten Anbieter, welche die Verwendung der gewonnenen Informationen erheblich einschränkte. Die EBK lehnte diese Vorgehensweise jedoch ab.

¹⁶⁸ Vgl. Art. 53 Abs. 1 UEV

2.4.2 Voranmeldung

Die Voranmeldung bindet den Anbieter daran, innerhalb einer Frist von maximal sechs Wochen nach deren Publikation das Angebotsprospekt zu veröffentlichen und damit das Angebot auch tatsächlich zu lancieren. Diese Frist kann jedoch durch die Übernahmekommission verlängert werden, besonders in den Fällen, in denen der Anbieter erst die Bewilligung einer Behörde einholen muss, wobei eine Verlängerung höchstens um weitere sechs Wochen möglich ist.¹⁶⁹

In der Voranmeldung müssen die grundlegenden Konditionen enthalten sein. Im Detail sind dies Firma und Sitz des Anbieters, Firma und Sitz der Zielgesellschaft, die Beteiligungspapiere und Finanzinstrumente, welche Gegenstand des Angebots sind, der Preis des Angebots, die Fristen für die Veröffentlichung des Angebots und die Angebotsdauer sowie die Bedingungen, sofern welche vorgesehen sind.¹⁷⁰ Die in der Voranmeldung enthaltenen Bedingungen können im Angebotsprospekt näher konkretisiert werden.¹⁷¹

Die Veröffentlichung erfolgt in zwei oder mehreren Zeitungen auf Deutsch und auf Französisch. Außerdem ist sie der Übernahmekommission und mindestens zwei der bedeutenden elektronischen Medien zuzustellen, welche Börseninformationen verteilen.¹⁷² Außerdem ist sie seit dem 1. Mai 2013 auch auf der Website des Anbieters oder auf einer Website zu veröffentlichen, die für das Angebot bestimmt wurde.¹⁷³ Die Mehrzahl der Angebote wird in der Neuen Zürcher Zeitung auf Deutsch sowie in Le Temps auf Französisch veröffentlicht.¹⁷⁴

Auf Grund der über die elektronischen Medien schnelleren Verbreitungsmöglichkeit von Informationen entfaltet die Voranmeldung ihre Wirkung mit Publikation in eben diesen Medien. Eine Veröffentlichung in den Printmedien muss innerhalb der folgenden drei Börsentage erfolgen.¹⁷⁵ Sind bei der Veröffentlichung in den elektronischen Medien nicht alle formellen Voraussetzungen erfüllt, so entfaltet die Voranmeldung erst dann ihre Wirkung,

¹⁶⁹ Vgl. Empfehlung Bon appétit Group AG vom 18. Juli 2003, Erw. 1.3.

¹⁷⁰ Vgl. Art. 5 Abs. 2 UEV.

¹⁷¹ Vgl. BAUEN/BERNET(2007), S. 355.

¹⁷² Vgl. Art. 6 a und b UEV. Als bedeutende elektronische Medien, die Börseninformationen verbreiten, können Bloomberg, Reuters oder Telekurs angesehen werden. Seit 01.01.2009 muss laut Art. 6a Abs. 2 UEV die Voranmeldung 90 Minuten vor Handelsbeginn oder nach Handelsschluss zugestellt werden. Vor dem 1. Mai 2013 genügte es, wenn die Voranmeldung mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien zugestellt wurde.

¹⁷³ Vgl. Art. 6a Abs. 1 lit. a UEV.

¹⁷⁴ Viele Angebote werden zusätzlich auf Deutsch im SHAB oder in der FuW und/oder auf Französisch in l'Agefi oder in weiteren regionalen und/oder überregionalen Zeitungen publiziert. Das Angebot für die Banca del Gottardo im Jahr 1999 und das für die Atel AG im Jahr 2004 wurden zusätzlich auf Italienisch veröffentlicht.

¹⁷⁵ Vgl. VON DER CRONE(2000), S. 5.

wenn eine Publikation erfolgt, die sämtliche vorgeschriebene Informationen beinhaltet. So veröffentlichte Sumida am 30. Juni 2005 die Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots für die Beteiligungspapiere der Saia-Burgess Electronics Holding AG in den elektronischen Medien in englischer Sprache. Am 5. Juli 2005 folgte die Veröffentlichung in deutscher und französischer Sprache in den Zeitungen. Somit waren am 30. Juni 2005 nicht alle formellen Voraussetzungen erfüllt, womit die Voranmeldung ihre Wirkung erst am 5. Juli 2005 entfaltete.¹⁷⁶

Vergehen zwischen Veröffentlichung in den elektronischen Medien und in den Zeitungen mehr als drei Börsentage, so entfaltet die Voranmeldung ihre Wirkung auch erst mit der Veröffentlichung in den Zeitungen.¹⁷⁷

Erfolgt die Veröffentlichung des Angebotsprospekts innerhalb von drei Börsentagen nach der Veröffentlichung der Voranmeldung in den elektronischen Medien, so muss der Anbieter diese Voranmeldung nicht zusätzlich in den Zeitungen publizieren.¹⁷⁸

In den Jahren von 1998 bis 2008 wurden von den 124 lancierten Angeboten 102 vorangemeldet. Die Anzahl der vorangemeldeten Übernahmeangebote im Jahresvergleich findet sich in Abbildung 3.

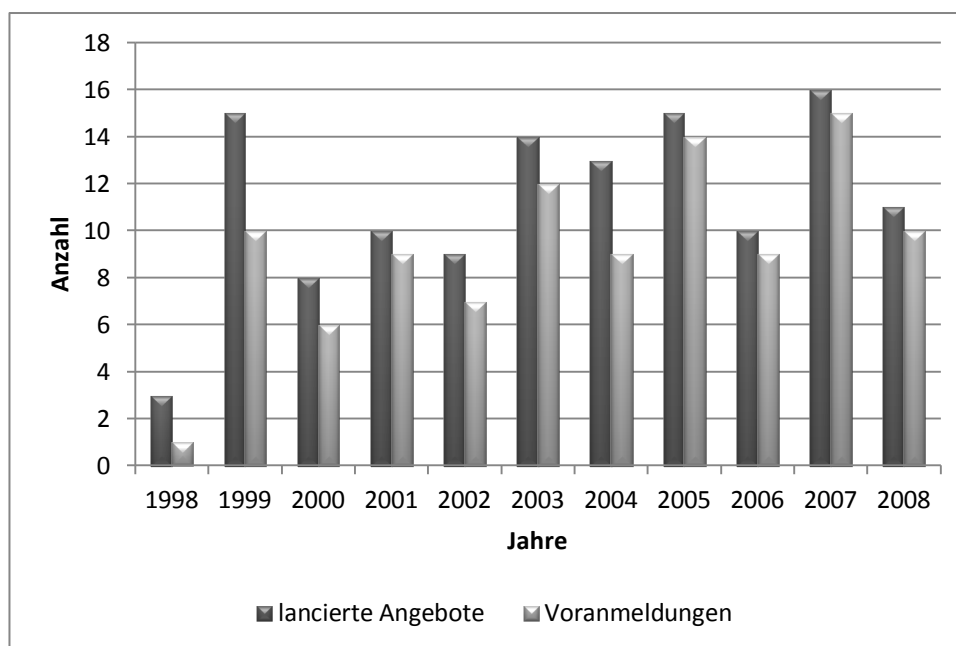


Abb. 3: Voranmeldungen im Zeitablauf

¹⁷⁶ Vgl. Empfehlung I Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 15. Juli 2005, Erw. 1.4.

¹⁷⁷ Vgl. Empfehlung Leica Geosystems Holdings AG vom 22. Juni 2005, Erw. 1.2., ab 01.01.2009: Art. 8 Abs. 1 UEV.

¹⁷⁸ Vgl. Empfehlung Pelikan Holding AG vom 4. März 2005, Erw. 1.3.

Die Voranmeldung bindet den Anbieter nicht nur hinsichtlich der Lancierung des Angebots, sondern auch im Hinblick auf den Preis. In der Vergangenheit durfte der Preis des Angebots, der in der Voranmeldung genannt wurde, unter zwei Voraussetzungen zu Ungunsten der Angebotsempfänger verändert werden. Eine Preisänderung war dann zulässig, wenn eine Due Diligence-Prüfung ergeben hat, dass der ursprüngliche Preis nicht gerechtfertigt war, und wenn der Anbieter eine wesentliche Beteiligung erst nach der Voranmeldung erwarb, und der dabei zu entrichtende Kaufpreis in einem festen Verhältnis zum Angebotspreis steht. Das bedeutet, dass bei einer Kontrollprämie, die niedriger als erwartet ausfiel, auch der Angebotspreis entsprechend reduziert werden durfte.¹⁷⁹ Diese Regelungen sind in der revidierten Übernahmeverordnung gestrichen worden. Dies bedeutet, dass der Anbieter den Preis nicht mehr nach unten korrigieren kann.

Im Zeitraum von 1998 bis 2008 hat keiner der Anbieter von dieser Regelung Gebrauch gemacht und den Angebotspreis herabgesetzt.

Neben der Festlegung des Angebotspreises legt die Voranmeldung noch das Datum für die Berechnung des Mindestpreises bei Pflichtangeboten nach Art. 32 Abs. 4 BEHG, das Datum für die verschärfte Meldepflicht nach Art. 31 BEHG, das Datum für die zulässigen Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft nach Art. 29 Abs. 2 BEHG sowie das Datum für die Best Price Rule nach Art. 10 UEV fest.¹⁸⁰ Sollte sich ein Anbieter gegen eine Voranmeldung entscheiden und macht er ein Angebot nur mittels einer Medienmitteilung publik, so ist er nach der Praxis der Übernahmekommission ab diesem Zeitpunkt an die Best Price Rule gebunden. Dies gilt auch dann, wenn die Medienmitteilung nicht alle für eine Voranmeldung vorgeschriebenen Informationen enthält.¹⁸¹

Die Best Price Rule kommt dem Wortlaut des Gesetzes folgend mit der Veröffentlichung des Angebots zur Anwendung.¹⁸² Dies bedeutet aber, dass sie nicht erst mit Veröffentlichung des Angebotsprospekts, sondern schon ab der Veröffentlichung der Voranmeldung zu berücksichtigen ist.¹⁸³ Bezüglich der Geltungsdauer der Best Price Rule hat die Übernahmekommission bereits bei der Übernahme der Société Internationale Pirelli S.A. im Jahr 1998

¹⁷⁹ Vgl. Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK.

¹⁸⁰ Vgl. Art. 7 Abs. 3 UEV

¹⁸¹ Vgl. Empfehlung Zellweger Luwa AG vom 17. Februar 2003, Erw. 3.3.

¹⁸² Vgl. Art. 10 Abs. 1 UEV.

¹⁸³ Vgl. Empfehlung Banca del Gottardo vom 26. April 1999, Erw. 2.1.

festgelegt, dass sie während einer Frist von 6 Monaten nach Ablauf der Nachfrist anzuwenden ist.¹⁸⁴ Seit dem 1. Januar 2009 ist dies auch gesetzlich in Art. 10 Abs. 1 der Übernahmeverordnung festgelegt. Die Best Price Rule erstreckt sich nicht nur auf Pflichtangebote, sondern greift bei allen öffentlichen Übernahmeangeboten. Bei Umtauschangeboten gestaltet sich die Bewertung schwieriger als bei reinen Kaufangeboten. Für die Dauer des Angebots „floatet“ die Best Price Rule,¹⁸⁵ was bedeutet, dass während der Angebotsfrist jeweils der aktuelle Wert des Angebots bei der Bewertung zugrunde gelegt wird. Nach dem Ablauf der Angebotsfrist dient der Wert des Angebots am Vollzugsdatum als Bewertungsgrundlage bei der Bestimmung der Best Price Rule.¹⁸⁶ Sofern die zum Umtausch angebotenen Titel in einem liquiden Markt gehandelt werden, wird der Wert am Vollzugsdatum mittels des volumengewichteten Durchschnittskurses bestimmt.¹⁸⁷ Für Angebote, die aus einer Bar- und einer Tauschkomponente bestehen, werden diese Regeln analog angewandt.¹⁸⁸ Bei der Durchführung der Prüfung des Angebots verlangt die Prüfstelle in der Regel vom Anbieter eine ausführliche Aufstellung der Maßnahmen, die getroffen werden, um die Best Price Rule einzuhalten.¹⁸⁹

Dies ist besonders im Hinblick auf ein angestrebtes Kraftloserklärungsverfahren von Bedeutung. Denn sofern der Anbieter unter dem Angebot die Schwelle von 98 Prozent der Stimmen knapp verfehlt hat, wird er ein starkes Interesse daran haben, die noch benötigten Titel innerhalb der Dreimonatsfrist zu erwerben. Die Best Price Rule sorgt nun in diesem Zusammenhang dafür, dass die Aktionäre, die bereits das Angebot angenommen haben, nicht schlechter gestellt werden als diejenigen Aktionäre, von denen der Anbieter die noch fehlenden Titel börslich oder außerbörslich kauft.

Die Best Price Rule kommt auch bei Transaktionen zur Anwendung, die innerhalb der Gruppe der mit der Anbieterin in gemeinsamer Absprache handelnden Personen vollzogen werden.¹⁹⁰ Nach Ansicht von SCHENKER(2009) ist die Best Price Rule einzuhalten, sofern es nach Ablauf der Frist von sechs Monaten zu einer Fusion kommt, und sofern die Fusion bereits im Angebotsprospekt angekündigt wurde.¹⁹¹

¹⁸⁴ Vgl. Recommandation la Société Internationale Pirelli S.A. du 4 juin 1998.

¹⁸⁵ Vgl. AREGGER(2005), S. 107f.

¹⁸⁶ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2010), S. 347.

¹⁸⁷ Vgl. Empfehlung ABSOLUTE INVEST AG vom 17. Oktober 2003, Erw. 5.2.

¹⁸⁸ Vgl. Empfehlung Leica Geosystems Holdings AG vom 3. Oktober 2005, Erw. 2.4.1.

¹⁸⁹ Vgl. WYSS(2006), S. 230

¹⁹⁰ Vgl. Empfehlung Aare-Tessin AG für Elektrizität vom 6. Juli 2004, Erw. 1.2.2.

¹⁹¹ Vgl. SCHENKER(2009), S. 408f.

Auch Insidergeschäften soll mit der Veröffentlichung der Voranmeldung Einhalt geboten werden.¹⁹² Allerdings sind die Insiderverfahren, die bisher im Zuge einer Übernahme eröffnet wurden, im Sande verlaufen.¹⁹³ Auch im Fall der Saia Burgess (2005), bei dem bereits die EBK Strafanzeige beim Untersuchungsrichteramt für Wirtschaftskriminalität Bern eingereicht hatte, konnte kein Insiderhandel nachgewiesen werden.¹⁹⁴ Dass es bei diesen Verfahren nicht zu einer Verurteilung kommt, liegt nach Meinung einiger Autoren an der Insiderstrafnorm selbst.¹⁹⁵ Denn die fahrlässige Informationsweitergabe zieht keine strafrechtliche Verfolgung nach sich.¹⁹⁶

Insiderstrafrechtliche Probleme können auch auftreten, wenn der Anbieter im Vorfeld der Übernahme institutionelle Investoren wegen eines Verkaufs ihrer Titel kontaktiert. Um nicht diesen Aktionären die Möglichkeit von Insiderhandel zu ermöglichen, sollte die Kontaktaufnahme zeitnah mit der Veröffentlichung der Übernahmeabsicht geschehen, beispielsweise nach Börsenschluss am Tag vor der Veröffentlichung.¹⁹⁷

Eine Voranmeldung kann in Kenntnis einer neuen Sachlage auch geändert werden. Die einzige Änderung im Untersuchungszeitraum gab es aufgrund einer Angebotserhöhung bei der Übernahme der Energie Electricque du Simplon SA im Jahr 2006. Auf „Vorschlag“ des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft wurde der Angebotspreis von 614 CHF auf 630 CHF erhöht, da die in Auftrag gegebene Fairness Opinion eine Wertbandbreite für die Aktien der Zielgesellschaft von 590 CHF bis 690 CHF ergeben hat, und der Angebotspreis nach Ansicht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft möglichst in der Mitte dieser Wertbandbreite liegen sollte.¹⁹⁸

2.4.3 Angebotsprospekt

Durch die Prospektspflicht gemäß Art. 24 Abs. 1 BEHG kann sich der Adressat des Angebots einen umfassenden Überblick über den Anbieter, dessen Absichten und den Wert der Offerte

¹⁹² Vgl. SCHACHT(2002), S. 33, HAGER(2004), S. 96, BAUEN/BERNET(2007), S. 356.

¹⁹³ In der überregionalen Presse ausführlich diskutiert wurden beispielsweise die Untersuchungen auf Insiderhandel bei folgenden Zielgesellschaften: Zürich Versicherungs-Gesellschaft (1998), Calanda (1999), Danzas (1999), Fotalabo (1999), Haldengut (1999), Canon (2003), Disetronic (2003), Bon appétit (2003), Scintilla (2004), Saia-Burgess (2005), Sarna (2005), Forbo (2005).

¹⁹⁴ Vgl. dazu die Berichte in der NZZ vom 4. September 2006 und 17./18. Februar 2007.

¹⁹⁵ Vgl. stellvertretend PETER(2005), S. 583ff.

¹⁹⁶ Vgl. BÖCKLI/BÜHLER(2005), S. 106.

¹⁹⁷ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 67.

¹⁹⁸ Vgl. Angebotsprospekt der Energie Quest Suisse für die Aktien der Energie Electricque Simplon SA vom 7. August 2006, Nr. 3.3.

verschaffen. Die Anforderungen an das Angebotsprospekt sind in der Übernahmeverordnung in den Art. 17 ff. UEV geregelt. Für die Veröffentlichung des Angebotsprospekts gelten die Vorschriften der Veröffentlichung der Voranmeldung analog.

Art. 17 Abs. 1 UEV verpflichtet den Anbieter, das Angebot mit allen Informationen zu versehen, die für den Angebotsempfänger notwendig sind, um eine Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen zu können. Die einzelnen vorgeschriebenen Informationen finden sich in den Art. 19 ff. UEV.

Sollte ein Angebotsprospekt nicht alle vorgeschriebenen Informationen enthalten oder sollten gar unwahre Angaben gemacht werden, so sieht das Börsengesetz dafür keine Sanktionen vor. In diesem Zusammenhang kann aber auf die Prospekthaftung im Aktienrecht gemäß Art. 752 OR hingewiesen werden. Demnach haftet derjenige bei der Ausgabe von Wertpapieren, der lückenhafte oder unwahre Aussagen macht. Eine analoge Anwendung auf öffentliche Übernahmeangebote scheint durchaus praktikabel. Ebenso ist in diesem Zusammenhang auf Art. 152 StGB zu verweisen, nach dem die Mitglieder der Geschäftsleitung, deren Bevollmächtigte oder die Mitglieder der Revisionsstelle zu einer Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren oder einer Geldstrafe verurteilt werden können, sofern sie „unwahre oder unvollständige Angaben von erheblicher Bedeutung“ gemacht haben. Außerdem dürfen auch die weiteren Angaben der Anbieterin, die diese in Zeitungsanzeigen oder anderweitig veröffentlicht, weder unwahr noch irreführend sein.¹⁹⁹

In der Praxis hat es sich durchgesetzt, das Angebotsprospekt vor seiner Veröffentlichung durch die Übernahmekommission prüfen zu lassen, um nicht nach dessen Veröffentlichung Korrekturen durchführen zu müssen. Die Verfügungen der Übernahmekommission werden deshalb regelmäßig in einer Zusammenfassung im Angebotsprospekt abgedruckt.

Im Folgenden soll nun näher auf die wichtigsten Bestandteile des Angebotsprospekts eingegangen werden.

2.4.3.1 Gegenstand des Angebots

Wie bereits erwähnt, kann ein Anbieter, sofern er nicht den Regelungen für Pflichtangebote unterworfen ist, zwischen einem Vollangebot und einem Teilangebot wählen.

¹⁹⁹ Vgl. Empfehlung IV Bank Linth vom 17. Januar 2007, Erw. 1.5.

Von der Zielgesellschaft ausgegebene Wandel- und Erwerbsrechte müssen nicht vom Angebot erfasst werden.²⁰⁰ Sofern diese während der Angebotsfrist ausgeübt werden, sind die zugrunde liegenden Wertpapiere ohnehin vom Angebot miterfasst.

Hat die Zielgesellschaft Mitarbeiteroptionen ausgegeben, muss sich der Anbieter überlegen, ob er das Angebot auch auf diese Mitarbeiteroptionen ausdehnt. Denn andernfalls könnte er Gefahr laufen, dass die Optionen nach Vollzug des Angebots ausgeübt werden und eine angestrebte Kraftloserklärung damit verunmöglicht wird. Auf der anderen Seite könnten die Inhaber der ausgeübten Optionen nach dem Angebot auf illiquiden Titeln sitzen.

Da sich die Anbieter meistens gegen ein Angebot für die Mitarbeiteroptionen entscheiden, wäre es ratsam, die Optionspläne derart auszugestalten, dass sie für den Fall einer Übernahme Änderungen in den Optionsbedingungen vorsehen, damit für die Inhaber dieser Optionen keine negativen Folgen aus der Übernahme erwachsen. Das bedeutet, dass Ausübungs- oder Sperrfristen verkürzt werden, dass eine Barerfüllung an Stelle einer Lieferung von Aktien vorgenommen wird oder dass die Mitarbeiteroptionen der Zielgesellschaft in Optionen auf Aktien des Anbieters umgetauscht werden können.²⁰¹

Wenn allerdings das Angebot auf die Mitarbeiteroptionen ausgeweitet wird, dann können auch diese in einem anschließenden Kraftloserklärungsverfahren kraftlos erklärt werden.²⁰²

Sofern das Angebot auch Optionen umfasst, muss der Preis dafür in einem angemessenen Verhältnis zum Angebotspreis für die Aktien stehen, was durch die Prüfstelle zu bestätigen ist.²⁰³

2.4.3.2 Angebotsfrist

Mit der Veröffentlichung eines Angebotsprospekts beginnt eine Karenzfrist von 10 Börsentagen, in denen das Angebot noch nicht angenommen werden kann. Erst mit Ablauf der Karenzfrist beginnt die ordentliche Angebotsfrist. Die Karenzfrist kann von der Übernahmekommission verlängert oder verkürzt werden.²⁰⁴

Bis Ende 2008 wurde eine Befreiung von der Karenzfrist dann gewährt, wenn der Anbieter das Angebot schon vor der Veröffentlichung bei der Übernahmekommission einreichte. Allerdings bestand keine rechtliche Verpflichtung für die vorherige Einreichung.²⁰⁵ Die

²⁰⁰ Vgl. Empfehlung Banca del Gottardo vom 26. April 1999, Erw. 3.

²⁰¹ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 101ff.

²⁰² Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 105.

²⁰³ Vgl. Empfehlung Danzas Holding AG vom 15. Januar 1999, Erw. 1.1

²⁰⁴ Vgl. Art. 14 Abs. 1 u. 2 UEV.

²⁰⁵ Vgl. Empfehlung Big Star Holding AG vom 7. April 2000, Erw. 1.

Befreiung wäre aber dann nicht erteilt worden, wenn der Anbieter die notwendigen Unterlagen zwar fristgerecht eingereicht hätte, aber ein Intervenient dem Verfahren beigetreten wäre.²⁰⁶

Eine Verkürzung der Karenzfrist wird von der Übernahmekommission beispielsweise dann bewilligt, wenn das Angebot zur gleichen Zeit auch außerhalb der Schweiz publiziert wird, und damit eine identische Angebotsfrist für alle Angebotsadressaten erreicht werden kann.²⁰⁷

Seit dem 1. Januar 2009 ist auf Grund der Möglichkeit zur Einsprache eine Befreiung von der Karenzfrist nicht mehr zielführend, da sonst bei einer Einsprache das Angebot bereits laufen würde. Qualifizierte Aktionäre können innerhalb von fünf Börsentagen nach Veröffentlichung der Verfügung der Übernahmekommission bei der Übernahmekommission Einsprache erheben.²⁰⁸ Dennoch ist im Gesetz die Möglichkeit zur Verkürzung der Karenzfrist immer noch gegeben.

Eine Verlängerung der Karenzfrist kann erteilt werden, wenn eine nach der Publikation des Prospekts terminierte Generalversammlung die Aktionäre über das Angebot informieren soll,²⁰⁹ wenn die Angebotsfrist durch Intervention des Anbieters oder der Zielgesellschaft verzögert wird,²¹⁰ wenn eine von der Übernahmekommission verlangte Angebotsänderung nicht bis zum Ablauf der zehntägigen Karenzfrist publiziert wurde²¹¹ oder wenn die Übernahmekommission das Angebot innerhalb der Zehntagesfrist nicht ausreichend prüfen konnte.²¹²

Bei 98 der 124 Angebote, die im Zeitraum von 1998 bis 2008 lanciert wurden, entfiel die Karenzfrist, da die Übernahmekommission eine Ausnahme von der Einhaltung der Karenzfrist erteilte. Bei gerade 17 der 124 Angebote betrug die Karenzfrist genau 10 Tage. Bei 6 Angeboten wurde die Karenzfrist über 10 Tage hinaus ausgeweitet, bei 2 Angeboten kam es zu einer Verkürzung der Karenzfrist auf unter 10 Tage.²¹³

Die Angebotsfrist hat mindestens 20 Börsentage und maximal 40 Börsentage zu betragen. Sie kann auf 10 Börsentage verkürzt werden, falls der Anbieter bereits vor Veröffentlichung die

²⁰⁶ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007a), S. 535.

²⁰⁷ Vgl. Empfehlung ISOTIS SA vom 12. Dezember 2006, Cons. 11.

²⁰⁸ Vgl. Art. 58 Abs. 1 UEV. Als qualifiziert gilt ein Aktionär gemäß Übernahmeverordnung, wenn er über eine Beteiligung von mindestens 2% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügt, vgl. Art. 56 Abs. 3 UEV.

²⁰⁹ Vgl. Empfehlung Axantis Holding AG vom 13. November 2000, Erw. 3.

²¹⁰ Vgl. Empfehlung II Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 27. Juli 2005, Erw. 1, Empfehlung I Converium Holding AG vom 20. April 2007, Erw. 1.

²¹¹ Vgl. Empfehlung II Saurer AG vom 31. Oktober 2006, Erw. 9.

²¹² Vgl. Empfehlung IV SIG Holding vom 17. November 2006, Erw. 1.

²¹³ Im Fall der Hiestand AG im Jahr 2008 wurde zwar ein Angebotsprospekt publiziert, das Angebot wurde allerdings in Form einer Fusion vollzogen. Die längste Karenzfrist betrug 60 Tage (konkurrierendes Angebot für die SIG AG im Jahr 2007), die kürzeste Karenzfrist betrug einen Tag (IsoTis AG im Jahr 2007).

Stimmenmehrheit an der Zielgesellschaft besitzt, und wenn der Bericht des Verwaltungsrats im Angebotsprospekt abgedruckt ist.²¹⁴

Der Anbieter kann sich im Prospekt vorbehalten, die Angebotsfrist auf die Maximaldauer von 40 Börsentagen zu verlängern, sofern er zunächst eine Angebotsfrist von weniger als 40 Börsentagen ansetzt. Mit der Zustimmung der Übernahmekommission kann der Anbieter die Angebotsfrist auf mehr als 40 Börsentage ausdehnen.²¹⁵

Auf Grund der im Übernahmeverfahren gebundenen Ressourcen ist die Zielgesellschaft in der Regel daran interessiert, das Übernahmeverfahren möglichst schnell abzuschließen.²¹⁶

Für die von 1998 bis 2008 unterbreiteten Übernahmeangebote beträgt die Angebotsfrist im Durchschnitt 23 Börsentage. Bei 21 von 124 Angeboten wurde die Angebotsfrist auf 10 Tage verkürzt, bei 7 Angeboten wurde die Angebotsfrist über 40 hinaus verlängert.²¹⁷

Vom Ankündigungstag bis zum Ende der Angebotsfrist vergingen im Durchschnitt 55 Börsentage. Das kürzeste Zeitfenster von 10 Börsentagen zeigte sich bei der Übernahme der Pelham Investments SA (2004) sowie bei der Société Montreux-Palace SA (2006), das längste Zeitfenster von 287 Börsentagen bei der Übernahme der Alusuisse Group AG (2000)²¹⁸.

Im Vergleich dazu liegt in Großbritannien die Frist zwischen Ankündigung des Angebots und dem Ende der Angebotsfrist für Barangebote, die zwischen 1990 und 2004 unterbreitet wurden, bei 50 Tagen.²¹⁹

Im Anschluss an die ordentliche Angebotsfrist haben diejenigen Aktionäre, die das Angebot noch nicht angenommen haben, die Möglichkeit, ihre Aktien innerhalb der gesetzlich vorgeschriebenen Nachfrist anzudienen. Die zehntägige Nachfrist beginnt mit der Veröffentlichung des endgültigen Zwischenergebnisses.²²⁰

Einer Verlängerung der Nachfrist durch die Übernahmekommission wird dann stattgegeben, wenn das Interesse des Anbieters an einer späteren Abwicklung die Interessen der Aktionäre überwiegt, die einen umgehenden Vollzug wünschen.²²¹

²¹⁴ Vgl. Art. 14 Abs. 3 UEV.

²¹⁵ Vgl. Art. 14 Abs. 4 UEV.

²¹⁶ Vgl. WATTER/MAIZAR(2005), S. 19.

²¹⁷ Von den 7 Fällen, bei denen die Angebotsfrist über 40 Tage hinaus verlängert wurde, betreffen 4 Fälle konkurrierende Angebote. Die längste Angebotsfrist belief sich auf 86 Börsentage (konkurrierende Angebote für Centerpulse und InCentive im Jahr 2003).

²¹⁸ Bei der Alusuisse Group AG war zunächst kein Übernahmeangebot, sondern eine Fusion unter Gleichen mit der späteren Anbieterin geplant, die am 10.08.1999 publik wurde. Vgl. dazu Basler Zeitung von 11.08.1999. Von der Fusion wurde aber wieder abgerückt und am 17.08.2000 die Voranmeldung des Angebots publiziert.

²¹⁹ Vgl. SUDARSANAM/SORWAR(2010), S. 10.

²²⁰ Vgl. Art. 14 Abs. 5 UEV.

²²¹ Vgl. Empfehlung Pelikan Holding AG vom 4. März 2005, Erw. 9.3.

Mit drei Ausnahmen hielten sich alle Anbieter an die vorgeschriebene Nachfrist von 10 Tagen. Im Fall der Stratec Holding (1999) betrug die Nachfrist 9 Börsentage,²²² im Fall der Orior Holding (2000) wurde die Nachfrist auf 11 Tage ausgeweitet, im Fall der Saurer AG (2007) auf 16 Tage.

Die Abwicklung des Angebots hat spätestens 10 Tage nach dem Ende der Nachfrist zu geschehen.²²³ Sofern das Angebot allerdings an Bedingungen geknüpft ist, kann der Vollzug mit Zustimmung der Übernahmekommission aufgeschoben werden.

Im Untersuchungszeitraum von 1998 bis 2008 vergingen von der Ankündigung bis zum Vollzug des Angebots im Durchschnitt 74 Börsentage. Das Minimum mit 28 Börsentagen zeigte sich bei der Übernahme der EIC Electricity SA (2005) sowie bei der Übernahme der Société Montreux-Palace SA (2006). Den Maximalwert von 303 Börsentagen liefert die Übernahme der Alusuisse Group AG (2000), gefolgt von der Aare-Tessin AG für Elektrizität (2006) mit 252 Tagen und der Zürich Versicherungs-Gesellschaft (1998) mit 227 Tagen.

In nur 6 Fällen lagen zwischen dem Ende der Nachfrist und dem Vollzug mehr als 10 Tage, bei 79 Angeboten betrug die Zeitspanne weniger als 10 Tage.²²⁴

2.4.3.3 Angebotspreis

Bei einem öffentlichen Übernahmeangebot stehen sich drei divergierende Interessen gegenüber. Die Aktionäre der Zielgesellschaft möchten einen hohen Preis für ihre Aktien erhalten. Der Anbieter ist daran interessiert, den Preis möglichst niedrig zu halten und gegebenenfalls die Zielgesellschaft möglichst schnell in seinen Konzern zu integrieren. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ist oftmals daran interessiert, die Eigenständigkeit der Gesellschaft zu bewahren, sei es aus sentimental oder finanziellen Gründen.

Das Schlüsselement, das zumindest die Interessen der Aktionäre und die des Anbieters in Einklang bringen soll, besteht in der Wahl der optimalen Gegenleistung.

²²² Innerhalb der Nachfrist lag ein Feiertag, der augenscheinlich zu den vorgeschriebenen 10 Börsentagen hinzugezählt wurde.

²²³ Vgl. Art. 14 Abs. 6 UEV.

²²⁴ Am längsten mussten die ehemaligen Aktionäre der Eichhof Getränke Holding (2008) auf den Vollzug warten. Zwischen dem Ende der Nachfrist und dem Vollzug lagen 41 Börsentage, da erst die Zustimmung der Wettbewerbsbehörden abgewartet werden musste.

2.4.3.3.1 Art der Gegenleistung

Der Anbieter kann als Gegenleistung eine Barzahlung, einen Umtausch, eine Kombination aus beiden oder eine Wahlmöglichkeit aus Barzahlung oder Tausch wählen.²²⁵ Bei insgesamt drei der 124 lancierten Angebote hatten die Aktionäre der Zielgesellschaft diese Wahl zwischen einem reinen Kaufangebot und einem reinen Tauschangebot.²²⁶ Die Aufteilung aller im Untersuchungszeitraum unterbreiteten Angebote im Hinblick auf die Gegenleistung im Jahresvergleich findet sich in Abbildung 4.

Es ist deutlich zu erkennen, dass die Angebote zum größten Teil als Kaufangebote lanciert werden. In Zahlen ausgedrückt werden von allen betrachteten Angeboten 65 Prozent als Kaufangebote, 22 Prozent als reine Tauschangebote, 11 Prozent als kombinierte Kauf- und Tauschangebote sowie 2 Prozent mit einer Wahlmöglichkeit zwischen Kauf- und Tauschangebot unterbreitet.

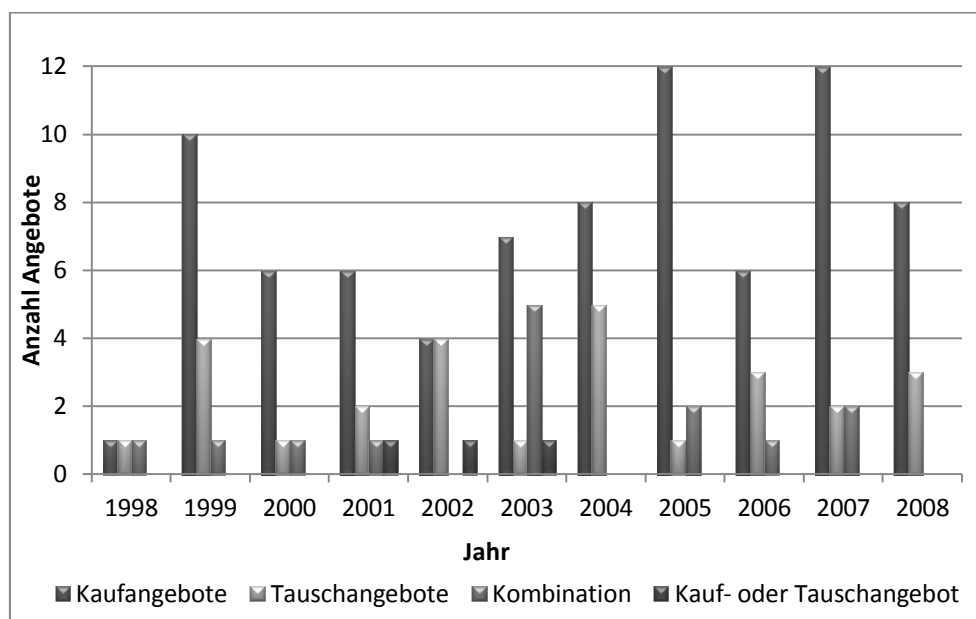


Abb. 4: Gegenleistung im Zeitablauf

Ein Kaufangebot hat für den Angebotsempfänger den Vorteil, dass er dieses einfacher bewerten kann. In einem Barangebot stehen dem für die Aktionäre großen Vorteil der Bewertung diverse Nachteile auf Seiten des Anbieters entgegen. Neben den mit einer

²²⁵ Für eine Auseinandersetzung mit den rechtlichen Aspekten bezüglich der zum Umtausch angebotenen Titel vgl. WOLF/GABERTHÜEL(2013).

²²⁶ Dies betraf das Angebot für die Sulzer AG im Jahr 2001, das für die Netstal-Maschinen AG im Jahr 2002 sowie das für die Absolute Invest AG im Jahr 2003.

eventuell notwendigen Kreditaufnahme verbundenen Kosten kann es wegen eines stärkeren Risikos durch einen höheren Verschuldungsgrad zu einer Ratingabstufung kommen.²²⁷

Anders sieht es für die Aktionäre der Zielgesellschaft bei einem Umtauschangebot aus, insbesondere wenn die zum Umtausch angebotenen Titel noch nicht kotiert sind oder deren Kotierung nicht vorgesehen ist. Ähnlich kompliziert wird die Bewertung, wenn zum Tausch keine Aktien, sondern andere Beteiligungspapiere wie beispielsweise Fondsanteile geboten werden.²²⁸ Wenig praktikabel, aber rechtlich zulässig wäre auch ein Tausch in Fremdkapitalpapiere wie zum Beispiel Industriefinanzierungen.²²⁹

Bei Umtauschangeboten muss eine Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel durch die Prüfstelle erfolgen, sofern diese Titel nicht an der Börse kotiert sind.²³⁰ Dabei sind Angaben über die jeweiligen Bewertungsmethoden zu machen.²³¹

Die Vermutung besteht, dass sich ein Anbieter immer dann für ein Tauschangebot (Kaufangebot) entscheidet, wenn er seine eigenen Aktien für überbewertet (unterbewertet) hält.²³²

Gemäß Art. 9 Abs. 5 UEV ist ein Anbieter grundsätzlich frei bei der Bestimmung des Angebotspreises, sofern es sich nicht um ein Pflichtangebot handelt oder die Gesellschaft ein Opting Out in ihren Statuten verankert hat. Seit dem 1. Januar 2009 besteht allerdings die Pflicht zu einem Barangebot, falls ein Anbieter von Veröffentlichung bis Vollzug des Angebots Beteiligungspapiere gegen Barzahlung erwirbt, auf die sich das Angebot bezieht, oder falls er bei einem Kontrollwechselangebot in den 12 Monaten vor Veröffentlichung des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft mit einem Anteil am Kapital von mindestens 10 Prozent gegen bar erworben hat.²³³ Zudem hat der Anbieter die Pflicht, im Fall eines Pflichtangebots bei einem Tauschangebot ein alternatives Kaufangebot zu unterbreiten.²³⁴

²²⁷ Vgl. FASSBENDER/KILLAT(2007), S. 435.

²²⁸ Fondsanteile wurden den Aktionären der ZKB Axxess Vision AG, denen der ZKB Finanz Vision AG und denen der ZKB Pharma Vision AG jeweils im Jahr 2004 sowie den Aktionären der Acorn Alternative Strategies AG im Jahr 2006 angeboten.

²²⁹ Vgl. GERHARD(2006a), S. 279.

²³⁰ Vgl. Art. 24 Abs. 6 u. 7 UEV.

²³¹ Vgl. Recommendation STRATEC Holding Ltd of 26 March 1999, Cons. 6.

²³² Vgl. WANSLEY/LANE/YANG(1987), S. 411ff.

²³³ Vgl. Art. 9a UEV; Vom 1. Januar 2009 bis 1. Mai 2013 galt die Frist von Veröffentlichung des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist, vgl. Mitteilung Nr. 4 UEK.

²³⁴ Vgl. Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA.

Der Angebotspreis muss nicht schon zu Beginn der Angebotsfrist numerisch bestimmt sein, sondern kann sich beispielsweise auf den Net Asset Value (NAV) der Zielgesellschaft an einem bestimmten Tag – häufig am letzten Tag der Nachfrist - beziehen.²³⁵

Sowohl für freiwillige Angebote als auch für Pflichtangebote wurde mit Revision der Übernahmeverordnung zum 1. Mai 2013 festgelegt, dass - unter Berücksichtigung der Mindestpreisvorschriften und der Best Price Rule - bei Tauschangeboten ein alternatives Kaufangebot nicht dem Wert des Tauschangebots entsprechen muss.²³⁶

2.4.3.3.2 Mindestpreisvorschriften

Werden mit dem Angebot Aktien erworben, die die Schwelle von $33\frac{1}{3}$ Prozent überschreiten, und hat die Gesellschaft in ihren Statuten kein Opting Out festgelegt, so sind die Bestimmungen bezüglich des Mindestpreises anzuwenden.²³⁷ Die Bezahlung des Mindestpreises bedeutet für die Aktionäre aber nicht zwangsläufig, dass sie den wahren Wert ihrer Anteilsscheine erhalten.²³⁸

Hat ein Anbieter vor Unterbreitung des Angebots mehr als $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, und handelt es sich um ein freiwilliges Angebot, ist er dagegen nicht an den Mindestpreis gebunden.

Wird das Angebot unterbreitet, um eine Holdingsstruktur zu schaffen, dann ist der Anbieter auch dann nicht an den Mindestpreis gebunden, wenn das Angebot Beteiligungspapiere erfasst, die die Schwelle von $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte übersteigen. Die Übernahmekommission begründet diese Praxis damit, dass sich bei einer derartigen Transaktion die Aktien von Anbieter und Zielgesellschaft im Wesentlichen entsprechen.²³⁹

Die Mindestpreisvorschriften sehen vor, dass der Angebotspreis mindestens dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor der Veröffentlichung der Voranmeldung²⁴⁰ und dem höchsten Preis, den der Anbieter in den letzten 12 Monaten für die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat, entsprechen muss.²⁴¹ Für die Festlegung

²³⁵ Diese Vorgehensweise haben die Anbieter bei folgenden Zielgesellschaften gewählt: India Investment AG (2000), Altin AG (2001), Sopafin AG (2002), InCentive Capital AG (2003)

²³⁶ Vgl. Art. 9b UEV.

²³⁷ Vgl. Art. 9 Abs. 6 UEV.

²³⁸ Vgl. GLATTHAAR(2007), S. 173.

²³⁹ Vgl. Empfehlung Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt vom 17. September 2002, Erw. 6.

²⁴⁰ Vgl. Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA.

²⁴¹ Vgl. Art. 32 Abs. 4 BEHG.

des Mindestpreises ist jeweils die höhere der beiden möglichen Preisuntergrenzen (Börsenkurs bzw. vorausgegangener Erwerb) maßgebend. Die Mindestpreisvorschriften können weder statutarisch verschärft noch im Hinblick auf einen potentiellen Anbieter gelockert werden.²⁴²

Bis zum Inkrafttreten der revidierten Mindestpreisvorschriften war eine Kontrollprämie zulässig, die es erlaubte, dass der Mindestpreis höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen durfte, den der Anbieter in den letzten 12 Monaten für die Beteiligungspapiere bezahlt hat.²⁴³

Berechnung des relevanten Börsenkurses

Vor dem 1. Juli 2007 durfte der Angebotspreis nicht unter dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage vor der Veröffentlichung der Voranmeldung liegen. Die Praxis der Übernahmekommission sah vor, dass die Zeitspanne von 30 Tagen auf die letzten 30 Eröffnungskurse auszuweiten war, falls nicht an mindestens 2/3 der Tage in den vorangegangenen 30 Börsentagen ein Eröffnungskurs vorlag.²⁴⁴ Wenn die Aktien an weniger als 15 Tagen gehandelt wurden, wurden sie als illiquide betrachtet, weshalb eine Bewertung dieser Beteiligungspapiere vorzunehmen war.²⁴⁵ Für die Berechnung des Mindestpreises wurden nur Eröffnungskurse derjenigen Tage mit einbezogen, an denen auch ein effektiver Handel stattfand.²⁴⁶

Die Frist für die Berechnung des Mindestpreises wurde auf 30 Börsentage mit der Intention festgesetzt, eventuelle Kursmanipulationen im Vorfeld einer Übernahme oder zufällige Ereignisse nicht in den Kurs der Zielgesellschaft mit einfließen zu lassen.²⁴⁷ In der Praxis hat sich nach Ansicht von HOFSTETTER/HEUBERGER(2007) die 30-Tages-Frist als ungenügend erwiesen.²⁴⁸ Das frühere Abstellen auf den Eröffnungskurs bei der Berechnung des Mindestpreises wurde damit begründet, dass Eröffnungskurse eine höhere Aussagekraft besitzen als beispielsweise Schlusskurse.²⁴⁹

²⁴² Vgl. KÜNG/HUBER/KUSTER(1998), S. 378

²⁴³ Mit Revision der Mindestpreisvorschriften zum 1. Mai 2013 aufgehoben.

²⁴⁴ Vgl. Empfehlung Netstal-Maschinen AG vom 4. Februar 2002, Erw. 4.3.

²⁴⁵ Vgl. Empfehlung Optic - Optical Technology Investments AG vom 22. Oktober 2002, Erw. 3.3.

²⁴⁶ Vgl. Empfehlung Aare-Tessin AG für Elektrizität vom 6. Juli 2004, Erw. 3.3.

²⁴⁷ Vgl. SCHÄRER/AREGGER(2003), S. 153.

²⁴⁸ Vgl. HOFSTETTER/HEUBERGER(2007), S. 614.

²⁴⁹ Vgl. KÖPFLI(2000), S. 235.

Sofern sich das Angebot auf mehrere Titelkategorien erstreckt, von denen alle an der Börse kotiert sind, ist für jede dieser Titel der für den Mindestpreis relevante Börsenkurs zu bestimmen. Sollte sich aber eines der Beteiligungspapiere als illiquide erweisen, wird bei der Bestimmung des Mindestpreises das Nennwertprinzip herangezogen.²⁵⁰

Der seit dem 1. Juli 2007 geltende volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor der Veröffentlichung der Voranmeldung errechnet sich durch Division von Totalumsatz und Totalvolumen gemäß folgender Formel:²⁵¹

$$VWAP(60) = \frac{\sum_{t=1}^{60} (\sum_{i=1}^{n_t} v_i \cdot p_i)_t}{\sum_{t=1}^{60} (\sum_{i=1}^{n_t} v_i) / R_t}$$

mit: v_i = Volumen der einzelnen Abschlüsse

p_i = Preis der einzelnen Abschlüsse

R_t = Adjustierungsfaktor

n_t = Anzahl sämtlicher börslicher Abschlüsse eines Handelstages t

Bei illiquiden Aktien ist an Stelle der Berechnung des Börsenkurses eine Bewertung durch die Prüfstelle vorgeschrieben.²⁵² Denn aufgrund der dann gegebenen Marktmenge kann nicht ausgeschlossen werden, dass der Mehrheitsaktionär kursbeeinflussende Maßnahmen ergreift.²⁵³

Vorausgegangener Erwerb

Beim Preis des vorausgegangenen Erwerbs werden auch die Transaktionen der in gemeinsamer Absprache handelnden Personen mitberücksichtigt. Handelt es sich beim vorausgegangenen Erwerb nicht um einen Kauf, sondern um einen Tausch, kann den Aktionären das gleiche Tauschverhältnis geboten werden.²⁵⁴ Bei der Berechnung des vorausgegangenen Erwerbs in Bezug auf Call-Optionen ist zu prüfen, ob die Optionsprämie

²⁵⁰ Vgl. Empfehlung Netstal-Maschinen AG vom 4. Februar 2002, Erw. 5.2.

²⁵¹ Eine Erklärung zur Berechnung des VWAP findet sich auf der Homepage der SWX unter http://www.six-swiss-exchange.com/bonds/explorer/download/vwap_calculation_de.html. Gesetzlich ist zwar nicht vorgeschrieben, gemäß welcher Formel sich der VWAP berechnet, doch bezieht die Übernahmekommission die zur Bewertung notwendigen VWAPs von der Schweizer Börse, weshalb an dieser Stelle auf weitere Berechnungsmöglichkeiten nicht näher eingegangen werden soll.

²⁵² Vgl. Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA.

²⁵³ Vgl. BÖCKING(2003), S. 73f.

²⁵⁴ Vgl. Art. 41 BEHV-FINMA.

(Optionspreis) auch dem Optionswert entspricht. Die Differenz zwischen diesen beiden Werten ist zum Ausübungspreis dazuzurechnen, um den höchstbezahlten Preis für einen vorausgegangenen Erwerb zu bestimmen.²⁵⁵ Sollte der Anbieter allerdings mit einer Optionsstrategie versucht haben, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erzielen, so ist zum Ausübungspreis die gesamte Optionsprämie hinzuzurechnen.²⁵⁶

Bei der Festlegung des Preises des vorausgegangenen Erwerbs gibt es einen erheblichen Bewertungsspielraum. Wenn der Anbieter mit dem Erwerb der Stimmrechte bestimmte Garantien für den Veräußerer oder Risiken übernommen hat, kann der Mindestpreis entsprechend reduziert werden.²⁵⁷ Diese Reduktion des Preises unterliegt dann noch der Bewertung einer Prüfstelle. Derartige Garantieabreden bewirken nach Vertragsabschluss eine Preisminderung bei Eintritt des Garantiefalls.²⁵⁸ Die Reduktion des Mindestpreises ist insoweit gerechtfertigt, wenn der Garantiefall nicht von vorneherein ausgeschlossen ist. Es hat zuweilen den Anschein, dass die angeblichen Garantieverpflichtungen zuweilen nur als Vorwand für die Reduktion des Mindestpreises benutzt werden. Beim Angebot der Rewe für die Beteiligungspapiere der Bon appétit Group AG (2003) wurde die Kontrollprämie in Höhe von 23 Prozent damit begründet, dass der bisherige Hauptaktionär Prozessrisiken, Gewährleistungen und Garantien übernommen hat. Im Nachhinein zeigte sich, dass der bisherige Hauptaktionär die Prämie in voller Höhe behalten durfte, obwohl bei Rechtsstreitigkeiten, die eigentlich von den Garantien abgedeckt waren, eine Zahlung von 17,1 Mio. Schweizer Franken fällig gewesen wäre.²⁵⁹

2.4.3.3 Mindestpreise im Zeitraum von 1998 bis 2008

Bei den 124 Übernahmeangeboten, die zwischen 1998 und 2008 unterbreitet wurden, mussten sich lediglich 73 Anbieter an die Mindestpreisvorschriften halten. Bei 12 von den verbleibenden 51 Angeboten, bei denen die Mindestpreisvorschriften nicht maßgeblich waren, kann keine Aussage darüber gemacht werden, ob der Mindestpreis auch bei Fehlen einer Verpflichtung eingehalten wurde, da es sich bei den Aktien der betreffenden Gesellschaften

²⁵⁵ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 109.

²⁵⁶ Vgl. Empfehlung II Saurer AG vom 31. Oktober 2006, Erw. 4 und 5.

²⁵⁷ Vgl. Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA.

²⁵⁸ Vgl. BÖCKLI(1998), S. 92f.

²⁵⁹ Vgl. Sonntagszeitung vom 2. Mai 2004.

um illiquide Titel handelte. Von den übrigen 39 Angeboten wurden bei 35 Angeboten die Mindestpreisvorschriften eingehalten, während dies bei 4 Angeboten nicht der Fall war.²⁶⁰

Bezüglich des Börsenkurses galt für 14 Angebote der VWAP der letzten 60 Börsentage als Mindestpreis, bei den übrigen Angeboten der durchschnittliche Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage. Wird nun der Vollzugspreis²⁶¹, also der tatsächlich am Vollzugstag gezahlte Preis, mit dem Mindestpreis (Börsenkurs) verglichen, so lag bei fünf der 39 Angebote, für die die Mindestpreisregeln maßgeblich waren, der Vollzugspreis unter diesem Mindestpreis.²⁶² Der Vollzugspreis lag in diesen Fällen zwischen 3,65% und 20,19% unterhalb des Mindestpreises (Börsenkurs). Zu einer Kraftloserklärung kam es in zwei von diesen Fällen. Bei der Alusuisse (2000) lag der Vollzugspreis 20,19% unter dem Mindestpreis, bei der Micro Value (2008) betrug der Abschlag 5,55%.

Daran wird deutlich, dass die derzeit geltenden Mindestpreisvorschriften dem Minderheitenschutz nicht genügen. Denn sobald es zu einer Kraftloserklärung kommt, sollte zumindest zwingend der Mindestpreis eingehalten werden. Dies sollte nicht nur im Hinblick auf den Börsenkurs, sondern auch in Bezug auf den Vorerwerb gelten.

Bei 86 Angeboten kaufte der Anbieter oder die in gemeinsamer Absprache mit ihm handelnden Personen in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung des Angebots Aktien der Zielgesellschaft. Bei vier Vorerwerben kann allerdings die dazugehörige Kontrollprämie nicht berechnet werden.²⁶³ Bei drei Angeboten, für die die Mindestpreisvorschriften maßgeblich waren, liegt die Kontrollprämie genau bei den vom Gesetz maximal zulässigen 25 Prozent.²⁶⁴

Bezogen auf den Vollzugspreis kann die Kontrollprämie in 82 Fällen bestimmt werden. Sie liegt im Durchschnitt aller betrachteten Angebote bei -8,22% mit einem Median von -0,16%. Das heißt also, dass der Anbieter im Durchschnitt einen Angebotspreis offeriert, der über dem

²⁶⁰ Bei den Angeboten für Société Internationale Pirelli SA (1998), Romande Energie (1999) und India Investment (2000) lag der am Ankündigungstag offerierte Angebotspreis unter dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots. Beim Angebot für die Christ AG (2001) lag die Kontrollprämie bei 49%.

²⁶¹ Bei Tauschangeboten wird der Wert der zum Tausch angebotenen Aktie am Vollzugstag zur Berechnung des Vollzugspreises herangezogen.

²⁶² Société Internationale Pirelli SA (1998), Alusuisse Group AG (2000), India Investment AG (2000), Aare-Tessin AG (2006) und Micro Value AG (2008). Den Regelungen der UEK folgend, ist für die Einhaltung des Mindestpreises der Vollzugspreis irrelevant.

²⁶³ Die folgenden Angebote sind nicht zustande gekommen: Altin (2001), Sulzer (2001), Centerpulse (Angebot von Smith&Nephew, 2003). Das Angebot für Hiestand (2008) wurde mittels einer Fusion abgewickelt. Für diese Angebote kann auch keine fiktive Prämie ermittelt werden, da auf Grund der speziellen Angebotskonstellationen die Gegenleistung nicht beziffert werden kann.

²⁶⁴ UDT Group (2002), Bank Sarasin (2007), Implenia (2008).

höchsten Preis liegt, der in den letzten 12 Monaten von ihm für die Aktien der Zielgesellschaft bezahlt wurde. Die größte Kontrollprämie in Höhe von 49% zeigt sich bei der Übernahme der Christ AG (2001), welche in einer Kraftloserklärung endete. Die kleinste Kontrollprämie von -107,18% und damit die größte Prämie auf den Vorerwerb wird beim Übernahmeangebot für die Aktien der Société Montreux-Palace SA (2001) geboten. Insgesamt sind von den 82 betrachteten Kontrollprämien 26 positiv, 14 null und 42 negativ. Bezogen auf den Wert des Angebots am Ankündigungstag kann die Kontrollprämie für 74 Übernahmeangebote berechnet werden. Im Durchschnitt liegt sie bei -6,42% mit einem Median von 0%. Der Maximal- und Minimalwert entspricht den entsprechenden Werten bei Betrachtung des Vollzugspreises.²⁶⁵ Insgesamt ist die Kontrollprämie bezogen auf den Wert des Angebots am Ankündigungstag in 28 Fällen positiv, in 14 Fällen null und in 32 Fällen negativ.

Ein Vergleich der neuen Mindestpreisvorschriften, die auf den VWAP abstellen, mit den alten Mindestpreisvorschriften, die sich auf Eröffnungskurse beziehen, zeigt, dass in sechs der 12²⁶⁶ Fälle, in denen die neuen Mindestpreisvorschriften gelten, dieser im Durchschnitt zwei Prozent unter dem Mindestpreis liegt, der sich nach den alten Mindestpreisvorschriften ergeben hätte. In den übrigen sechs Fällen dagegen liegt der neue Mindestpreis durchschnittlich zwei Prozent über dem alten Mindestpreis. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft stellen die neuen Mindestpreisregeln also keine nennenswerte Verbesserung dar.

2.4.3.3.4 Kontrollprämien

Dem Wortlaut des Gesetzes folgend galt der 25-prozentige Abschlag im Rahmen der Mindestpreisreduktion nur für den vorausgegangenen Erwerb. Wenn nun aber vertraglich ein Erwerb vor Veröffentlichung der Voranmeldung fixiert wurde, und es erst nach der Lancierung der Offerte zu einem Vollzug kam, so wurde auch dieses Geschäft einem vorausgegangenen Erwerb zugerechnet, womit die Best Price Rule nicht zum Zuge kam.²⁶⁷ Doch gab es auch hier gewisse Ausnahmen zu beachten. Sollte der Kauf durch eine aufschiebende oder auflösende Bedingung an das Angebot geknüpft sein, so ist wegen der

²⁶⁵ Bei den Angeboten für die Christ AG (2001) und die Société Montreux-Palace SA (2001) handelt es sich um Kaufangebote, weshalb sich Vollzugspreis und Wert des Angebots am Ankündigungstag entsprechen.

²⁶⁶ Bei zwei Zielgesellschaften kann der Mindestpreis nicht berechnet werden, da es sich um illiquide Titel handelt.

²⁶⁷ Vgl. Empfehlung Aare-Tessin AG für Elektrizität vom 6. Juli 2004, Erw. 2.2.

Abhängigkeit vom Angebot der Erwerb der Beteiligungspapiere nicht als vorausgegangener Erwerb einzuordnen.²⁶⁸ Dies bedeutete für den Anbieter, dass er dem Verkäufer des Aktienpakets keine Kontrollprämie offerieren durfte, sofern er diese nicht allen Aktionären angeboten hätte.

Hat die Zielgesellschaft mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren ausgegeben, so ist der höchstbezahlte Preis des vorausgegangenen Erwerbs zunächst für jede Kategorie einzeln zu bestimmen und im Anschluss daran anhand der Nennwerte miteinander zu vergleichen. Ein Angebot soll sich beispielsweise auf Inhaberaktien mit einem Nennwert von 100 CHF und gleichzeitig auf Namenaktien mit einem Nennwert von 20 CHF beziehen.²⁶⁹ Der Anbieter hat in den letzten zwölf Monaten für die Inhaberaktien maximal 950 CHF bezahlt und für die Namenaktien maximal 200 CHF. Rechnet man den Preis für die Namenaktien anhand des fünffach größeren Nennwertes auf die Inhaberaktien hoch, so ist der für Inhaberaktien höchstbezahlte Preis mit 1000 CHF anzusetzen. Somit liegt der Mindestpreis für die Inhaberaktien bei 1000 CHF und der der Namenaktien bei 200 CHF. Zu der Zeit, als die Kontrollprämie noch zulässig war, durfte der Angebotspreis bei dieser Rechnung für Inhaberaktien nicht kleiner als 750 CHF, derjenige für Namenaktien nicht kleiner als 150 CHF sein.

Schon vor Einführung des Börsengesetzes sorgten die gezahlten Kontrollprämien, die aufgrund einer damals noch fehlenden Gesetzesgrundlage über 25 Prozent hinausgehen konnten, für großen Unmut. Besonders der Fall der Jacobs Suchard gilt als Negativbeispiel.²⁷⁰ Im Jahr 1990 unterbreitete Philip Morris ein Übernahmeangebot an die freien Aktionäre der Jacobs Suchard. Der Mehrheitsaktionär Klaus J. Jacobs erhielt gegenüber den Minderheitsaktionären eine Kontrollprämie von 42 Prozent. Doch auch innerhalb der Minderheitsaktionäre kam es zu Ungleichbehandlungen. Inhaberaktionäre bekamen 2,4 Prozent mehr als Namenaktionäre, Partizipanten bekamen 12 Prozent weniger als Inhaberaktionäre. Der Fall Jacobs bietet ein gutes Beispiel für den nicht vorhandenen Minderheitenschutz in der Schweiz vor Einführung des Börsengesetzes. Dieses Angebot wurde zu Zeiten des Übernahmekodex unterbreitet, d.h. der Kodex war nicht geeignet, einen angemessenen Minderheitenschutz zu gewährleisten.

²⁶⁸ Vgl. Empfehlung Bank Sarasin & Cie AG vom 8. Januar 2007, Erw. 3.2.

²⁶⁹ Beispiel entnommen aus TSCHÄNI/IFLAND/DIEM(2007), S. 109, FN 530.

²⁷⁰ Vgl. Finanz und Wirtschaft (FuW) vom 11.07.1990, Nr. 53.

In den USA lag die Kontrollprämie für Aktienpakete in den Jahren 1980 bis 1991 bei durchschnittlich 29 Prozent.²⁷¹ Einer Studie von DYCK/ZINGALES(2004) zufolge lag die durchschnittliche Kontrollprämie weltweit in den Jahren 1999 und 2000 bei 14 Prozent.²⁷²

In Deutschland muss seit dem 1. Januar 2002 den Aktionären mindestens der Wert des höchsten vom Bieter bezahlten Preises der letzten 3 Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlagen bezahlt werden, womit zumindest für diesen Zeitraum eine Kontrollprämie ausgeschlossen ist.²⁷³

Kritik an der Kontrollprämie kam auch von Seiten der Übernahmekommission. Der Präsident der Übernahmekommission Luc Thévenoz befand in einem Brief an die Finanzverwaltung die Ungleichbehandlung der Aktionäre nicht mehr gerechtfertigt.²⁷⁴ Auslöser dafür dürfte der Fall Quadrant aus dem Jahr 2009 gewesen sein. In diesem Fall bekamen die Minderheitsaktionäre lediglich den Mindestpreis, während einigen Mitgliedern des Verwaltungsrats eine Kontrollprämie von 33,14 Prozent gezahlt wurde.²⁷⁵ SCHENKER(2009) sieht in der Kontrollprämie eine Gefährdung des Markts für Unternehmenskontrolle. Er plädiert für eine Abschaffung der Kontrollprämie, da sich dann der Hauptaktionär und der von ihm beherrschte Verwaltungsrat nicht mehr primär um den Preis der Pakettransaktion, sondern um die Optimierung des Angebotspreises kümmern.²⁷⁶

Eine Kontrollprämie erscheint dann besonders problematisch, wenn nicht auch eine Kontrollmehrheit erworben wird. Ein Beispiel dafür liefert der Fall Hero aus dem Jahre 2003. Der Anbieter kaufte in den letzten 12 Monaten vor dem Angebot eine Beteiligung von 15,41 Prozent und zahlte dabei einen Aufschlag von knapp 20 Prozent, bezogen auf den Angebotspreis. Der Aufschlag würde sich vielleicht dann noch rechtfertigen, wenn der Anbieter erst durch den Kauf der Aktien über eine Mehrheitsbeteiligung verfügt. Im Fall der Hero allerdings war der Anbieter bereits seit mehreren Jahren Mehrheitsaktionär der Gesellschaft. Hier ist eine Neureglung dringend angezeigt.

²⁷¹ Vgl. WEAVER(1998).

²⁷² Vgl. DYCK/ZINGALES(2004), S. 551.

²⁷³ Vgl. § 4 WpÜGAngebV

²⁷⁴ Vgl. STÄDELI(2010), S. 25.

²⁷⁵ Vgl. REISER/VON DER CRONE (2012), S. 29f.

²⁷⁶ Vgl. SCHENKER(2009), S. 201f.

Die Abschaffung der Kontrollprämie zum 1. Mai 2013 verlief aber nicht kritikfrei. So sind VOLKART/DAENIKER/HOFSTETTER(2011) der Ansicht, dass eine Kontrollprämie „legitim und volkswirtschaftlich effizient“²⁷⁷ ist. Das Schweizerische Staatssekretariat für internationale Finanzfragen hält dem entgegen, dass ein ökonomischer Wert der Kontrollprämie gegenüber dem Gleichbehandlungsprinzip der Aktionäre in diesem Zusammenhang in den Hintergrund treten muss.²⁷⁸ Der Bundesrat sieht in der Kontrollprämie eine Gefahr für die schweizerische Volkswirtschaft, da die Schweiz durch Beibehaltung der Kontrollprämie einen Standortnachteil erleiden würde.²⁷⁹

2.4.3.3.5 Gegenleistung bei unterschiedlichen Beteiligungspapieren

Neben der Einhaltung der Mindestpreisvorschriften ist bei unterschiedlichen Beteiligungspapieren darauf zu achten, dass der Angebotspreis für die verschiedenen Kategorien jeweils in einem angemessenen Verhältnis zueinander steht. Um dieser Regelung gerecht zu werden, kann sich der Anbieter bei der Preisfindung entweder am Nennwert der jeweiligen Beteiligungspapiere orientieren oder am Verhältnis der volumengewichteten Aktienkurse der letzten 60 Börsentage vor der Voranmeldung.²⁸⁰

Es ist aber durchaus zulässig, den Inhabern von Namen- oder Inhaberaktien auf Grund des Stimmrechts eine höhere Prämie zu offerieren als den Inhabern von Partizipationsscheinen.²⁸¹

Die Gleichbehandlung der Aktionäre bezieht sich hierbei immer nur auf die erhaltene Gegenleistung vor Steuer, da die Steuersituation der einzelnen Angebotsadressaten sehr unterschiedlich sein kann, und deshalb Wertdifferenzen von bis zu einem Drittel denkbar sind.²⁸²

2.4.3.3.6 Angebotspreiserhöhungen

Nach Veröffentlichung des Angebotsprospekts war es auch vor der Revision der Übernahmeverordnung nicht möglich, nach einer durchgeführten Due Diligence den Preis nach unten zu

²⁷⁷ VOLKART/DAENIKER/HOFSTETTER(2011).

²⁷⁸ Die Erklärungen des Staatssekretariats für internationale Finanzfragen dazu sind abrufbar unter <http://www.admin.ch/aktuell/00089/index.html?lang=de&msg-id=38223>.

²⁷⁹ Vgl. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, S. 6883f, abrufbar unter www.efd.admin.ch.

²⁸⁰ Vgl. VON DER CRONE(1996), S. 48, TSCHÄNI/IFFLAND(2002), S. 144. Vor dem 1. Juli 2007 konnte sich der Anbieter am durchschnittlichen Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage vor der Voranmeldung orientieren.

²⁸¹ Vgl. KOHLIK(2005), S. 183.

²⁸² Vgl. VON DER CRONE(2005), S. 15.

korrigieren oder gar eine Preisspanne in Abhängigkeit vom Ausgang einer Due Diligence anzugeben.²⁸³ Denn ein veröffentlichtes Angebot kann nur zugunsten der Empfänger der Offerte geändert werden.²⁸⁴ Eine Preiserhöhung ist demnach nach der Lancierung jederzeit möglich, da sie sich immer zugunsten der Angebotsempfänger auswirkt. Bei 13 der insgesamt 124 Angebote im Zeitraum von 1998 bis 2008 kam es zu einer solchen Angebotspreiserhöhung.

In Tabelle 4 sind die jeweilige prozentuale Preiserhöhung sowie der dafür im geänderten Angebotsprospekt genannte Grund dafür angegeben.

Zielgesellschaft	Anbieter	prozentuale Preiserhöhung	Grund
Intersport PSC Holding AG (2000)	Intersport Deutschland eG	6,67%	Überbieten der Konkurrenzofferte
Altin AG (2001)	CreInvest AG	8,24%	feindliches Angebot; keine weitere Angabe
ENR Eastern Natural Resources SA (2001)	Hansa AG	25%	Erhöhung nur, wenn GV der Zielgesellschaft keine Liquidation beschließt
Sulzer AG (2001)	InCentive Capital AG	4,88%	feindliches Angebot; keine weitere Angabe
Optic - Optical Technology Investments AG (2002)	Deutsche Effecten- und Wechsel-Beteiligungsgesellschaft AG	26,58%	Verbesserung des NAV der Zielgesellschaft
EIC Electricity SA (2003)	Alpine Select AG	8,78%	Due Diligence
Leica Geosystems Holdings AG (2005)	Hexagon AB	34,69%	Überbieten der Konkurrenzofferte; Due Diligence
Energie Electrique du Simplon SA (2006)	Energie Ouest Suisse (EOS)	2,61%	Auf Vorschlag des Verwaltungsrats; Fairness Opinion
Converium AG (2007)	Scor S.A.	7,57%	Transaktionsvereinbarung mit Zielgesellschaft (Angebot war vorher feindlich)
Saurer AG (2007)	OC Oerlikon Corporation AG	44,51%	Einhaltung der Mindestpreisregelung
SIG AG (2007)	Romanshorn S.A.	23,08%	Überbieten der Konkurrenzofferte
SIG AG (2007)	Rank Group Holdings Limited	17,57%	Überbieten der Konkurrenzofferte
Baumgartner Papiers Holding AG (2008)	Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG,	11,65%	feindliches Angebot; Opposition bedeutender Aktionäre (z.B. Banque Cantonale Vaudoise)

Tab. 4: Angebotspreiserhöhungen

Bei den Umtauschangeboten für die Leica Geosystems Holdings AG im Jahr 2005 und für die Converium AG im Jahr 2007 wurden die Kurse der zum Tausch angebotenen Titel am Tag des Vollzugs berücksichtigt, da erst an diesem Tag deren Kotierung an der Schweizer Börse erfolgte. Die Angebotspreiserhöhung bei der Leica Geosystems Holdings AG fand statt, obwohl der Hexagon-Chef im Vorfeld eine Preiserhöhung ausgeschlossen und angekündigt

²⁸³ Vgl. VON DER CRONE(2000), S. 8. Wie bereits erwähnt konnte bis Ende 2008 *bis* zur Veröffentlichung des Angebotsprospekts der Preis nach unten korrigiert werden, sofern dies nach Durchführung einer Due Diligence notwendig erschien.

²⁸⁴ Vgl. Art. 15 Abs. 1 UEV.

hatte, sich bei einem Konkurrenzangebot zurückzuziehen. Auf die Frage, ob man das wirklich glauben sollte, antwortete er: „Wenn ich mein Wort nicht halte, dann esse ich meine Schuhe“²⁸⁵.

2.4.3.3.7 Sonderfälle

Eine Besonderheit beim Angebotspreis boten die kombinierten Übernahmeangebote für die Centerpulse AG und für die InCentive AG im Jahre 2003. Bei diesen Angeboten offerierten die beiden konkurrierenden Anbieter den Inhabern der Aktien jeweils eine sogenannte „Mix and Match“-Entscheidung. Dabei konnten die andienungswilligen Aktionäre wählen, ob sie mehr oder weniger Aktien des Anbieters zugeteilt bekommen möchten als im Angebot ursprünglich vorgesehen. Eine Mehrzuteilung war aber nur möglich, wenn andere Aktionäre weniger als die ihnen zustehenden Aktien verlangten. Zustande gekommen sind dabei die Angebote, die durch die Zimmer Holdings Inc. lanciert wurden. Exemplarisch wird im Folgenden der Preis des Centerpulse-Angebots dargestellt. Das ursprüngliche Angebot sah vor, dass pro Centerpulse-Aktie 3,68 Aktien der Anbieterin und 120 CHF geboten werden.

Durch den Mix and Match-Plan konnten die Aktionäre zwischen eben diesem Angebot und den beiden Möglichkeiten, möglichst viele oder möglichst wenige Aktien der Anbieterin zu erhalten, wählen. Haben sie sich dazu entschieden, die Aktienkomponente vorzuziehen, erhielten sie bei Vollzug des Angebots je Centerpulse-Aktie 3,7947 Aktien der Zimmer Holdings und 112,83 CHF. Wenn sie hingegen so viel Bargeld wie möglich wollten, erhielten sie keine Anbieteraktien, sondern eine Barabgeltung von 350 CHF.

Eine weitere Besonderheit zeigte sich beim Übernahmever such der Sulzer AG durch die InCentive Capital AG. Hier wurde zusätzlich zu den Aktien des Anbieters ein CVR (Contingent Value Right) auf die Aktie der InCentive Capital AG offeriert.²⁸⁶ Ein CVR ist vergleichbar mit einer europäischen²⁸⁷ Put-Option und räumt dem Inhaber das Recht ein, bei einem Kursverfall eine Bar- oder Aktienentschädigung zu erhalten.²⁸⁸ Ein CVR soll den Angebotsadressaten vor einem Kursverfall der zum Tausch angebotenen Aktien schützen. Dass damit ein Teil der Bewertungsproblematik und der damit verbundenen Unsicherheiten

²⁸⁵ GERBER(2005), S. 63, bzw. Sonntagszeitung vom 19.06.2005, S. 63.

²⁸⁶ Vgl. Änderung vom 9. April 2001 des Angebotsprospekts vom 30. März 2001, abrufbar unter www.takeover.ch.

²⁸⁷ Die Ausübung der Option ist erst bei Fälligkeit möglich.

²⁸⁸ Vgl. CHATTERJEE(2003), S. 1f.

eines Tauschangebots genommen wird, zeigt eine Studie von CHATTERJEE(2003), der für die USA nachweist, dass diejenigen Unternehmen, welche bei Tauschangeboten zusätzlich zu Aktien auch CVRs anbieten, einen höheren Ankündigungseffekt verzeichnen als solche, die auf einen CVR verzichten.²⁸⁹

Das CVR im Angebot der InCentive Capital AG für die Aktien der Sulzer AG sah eine Zahlung von 100 CHF vor, sofern der Kurs der Anbieteraktie unter 300 CHF gefallen wäre. Hätte er zwischen 300 CHF und 400 CHF gelegen, wäre eine Zahlung in Höhe der Differenz zwischen 400 CHF und dem dann aktuellen Kurs bei Ausübung fällig gewesen. Falls der Kurs über 400 CHF gestiegen wäre, wäre eine Zahlung entfallen. Bei Veröffentlichung dieses Angebots am 9. April 2001 lag der Kurs der InCentive-Aktie bei 458 CHF. Die Laufzeit des CVR hätte etwas mehr als ein Jahr betragen, außerdem wäre es handelbar gewesen. Doch das Angebot und damit die Ausgabe des CVR scheiterten.

2.4.3.4 Bedingungen

Nicht jeder Anbieter wird bereit sein, die Übernahme vorbehaltlos durchzuführen. Mit Hilfe von Bedingungen kann er sich gegen unvorhergesehene Eventualitäten absichern, die die Übernahme in erheblichem Maße verteuern, verzögern oder unmöglich machen.

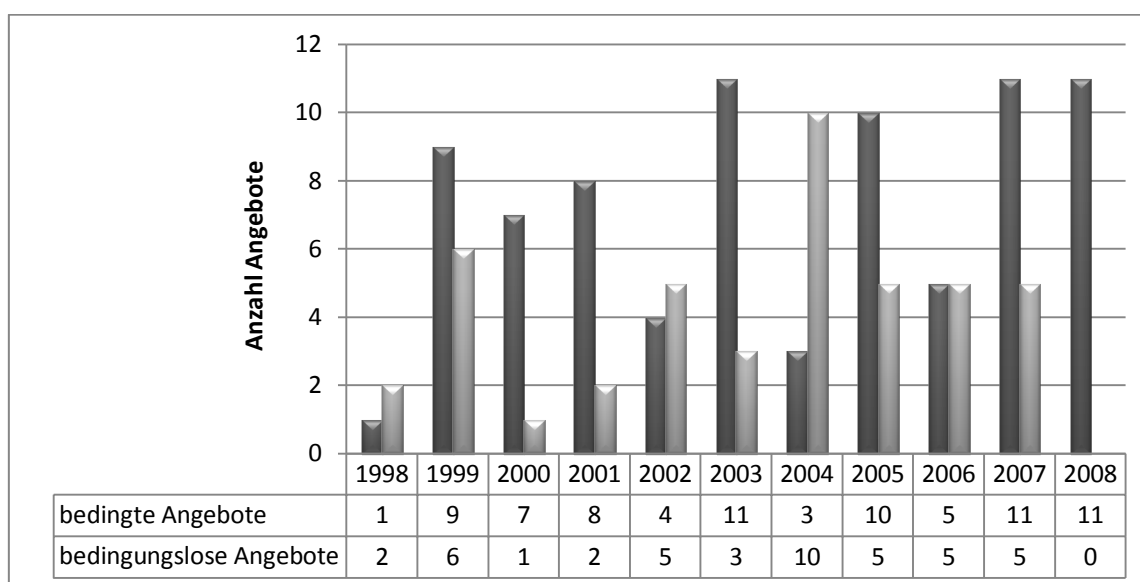


Abb. 5: Bedingte und bedingungslose Angebote

²⁸⁹ Vgl. CHATTERJEE(2003), 23ff.

Die Anzahl der bedingten und bedingungslosen Angebote im Jahresvergleich findet sich in Abbildung 5. Insgesamt sind 80 von den 124 zwischen 1998 und 2008 lancierten Angeboten an Bedingungen geknüpft.

Nach der vor dem 1. Januar 2009 üblichen Terminologie lassen sich Bedingungen in zwei Kategorien einordnen. Zum einen kann ein Angebot an aufschiebende Bedingungen und zum anderen an auflösende Bedingungen geknüpft sein.²⁹⁰

Bei einer aufschiebenden Bedingung wird die Wirksamkeit der Übernahme bei positiver Formulierung vom Eintritt der Bedingung oder bei negativer Formulierung von deren Ausbleiben abhängig gemacht, wobei über den Eintritt bzw. über das Ausbleiben *bei* Ablauf der Angebotsfrist Gewissheit besteht.²⁹¹ Auf der Grundlage dieser Information können die Aktionäre dann über eine Andienung ihrer Aktien innerhalb der Nachfrist entscheiden.

Eine auflösende Bedingung, über deren Eintritt bzw. über deren Ausbleiben erst *nach* Ablauf der Angebotsfrist Klarheit besteht, bedarf in jedem Fall der Zustimmung der Übernahmekommission.²⁹² Die Zustimmung wird nur dann erteilt, wenn der Anbieter ein überwiegendes Interesse nachweisen kann, und die Vorteile, die dem Anbieter daraus erwachsen, die Nachteile der Angebotsempfänger überwiegen.²⁹³

Eine auflösende Bedingung hat zur Folge, dass der Vollzug des Angebots bis zur endgültigen Klärung des in der Bedingung festgelegten Sachverhalts aufgeschoben wird, da ein Vollzug und eine spätere Rückabwicklung mit unzumutbarem Aufwand verbunden wären.²⁹⁴

Das Unterscheidungskriterium zwischen den beiden Arten von Bedingungen ist einzig die zeitliche Komponente. Mit der Revision der Übernahmeverordnung wurden die Begriffe „aufschiebende“ und „auflösende“ Bedingungen gestrichen.

Seit der Revision des Börsengesetzes kann das Angebot an Bedingungen geknüpft werden, wenn der Anbieter ein begründetes Interesse hat, wobei er bei der definitiven Meldung des Zwischenergebnisses feststellen muss, ob die Bedingungen erfüllt sind, oder ob er auf eine oder mehrere Bedingungen verzichtet. Allerdings kann mit Genehmigung der Übernahmekommission die Feststellung über die Erfüllung der Bedingungen bis zum Vollzug

²⁹⁰ Vgl. Art. 13 UEV-UEK.

²⁹¹ Vgl. REUTTER(2002), S. 59.

²⁹² Vgl. Art. 13 Abs. 6 UEV.

²⁹³ Vgl. Recommendation ABB AG of March 26 1999, Cons. 3 oder die Empfehlung IV Sulzer AG vom 11. April 2001, 8.2.

²⁹⁴ Vgl. SCHÄRER(2005), S. 72.

des Angebots aufgeschoben werden. Der Vollzug hat zur Folge, dass der Anbieter auf alle noch ausstehenden Bedingungen verzichtet.²⁹⁵

Wird ein Angebot vorangemeldet, so hat die Voranmeldung schon die entsprechenden Bedingungen zu enthalten. Eine Hinzufügung weiterer Bedingungen im Angebotsprospekt ist grundsätzlich nicht erlaubt. Dagegen ist es zulässig, die Bedingungen der Voranmeldung im Angebotsprospekt zu konkretisieren oder bei Verbot durch die Übernahmekommission zu korrigieren.²⁹⁶

Bei Pflichtangeboten ist der Anbieter nicht frei in der Wahl der entsprechenden Bedingungen, sondern er darf, Art. 36 Abs. 1 BEHV-FINMA folgend, das Angebot nur aus wichtigen Gründen an Bedingungen knüpfen. Als wichtige Gründe werden in diesem Zusammenhang die Zustimmung der Behörden, der Erwerb von Beteiligungspapieren, welche kein Stimmrecht verschaffen,²⁹⁷ sowie die Substanzerhaltung der Zielgesellschaft genannt. Die erfolgten Aufzählungen sind nur einige Beispiele für „wichtige Gründe“ und somit nicht abschließend.

Eine Unterscheidung in aufschiebende und auflösende Bedingungen erfolgte auch bei Pflichtangeboten vor der Revision des Übernahmerechts nicht. Die Überwachung der an das Pflichtangebot geknüpften Bedingungen erfolgt hier strenger als bei einem freiwilligen Angebot, damit der Anbieter nicht durch geschickte Wahl der Bedingung das Angebot als nicht zustande gekommen erklären kann.

Falls das Angebot Beteiligungspapiere umfasst, die eine Angebotspflicht auslösen würden,²⁹⁸ und somit die Bestimmungen für Pflichtangebote eingehalten werden müssen, darf dieses Angebot dennoch an die gleichen Bedingungen geknüpft werden wie freiwillige Angebote, sofern der Anbieter bei Lancierung über weniger als $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte verfügt.²⁹⁹

Wenn der Anbieter allerdings nach Veröffentlichung des Angebots durch Zukäufe außerhalb des Angebots den Grenzwert überschreitet, so darf das Angebot nur aus wichtigen Gründen an Bedingungen geknüpft werden.³⁰⁰

²⁹⁵ Vgl. Art. 13 UEV.

²⁹⁶ Vgl. REUTTER(2002), S. 109.

²⁹⁷ Dies greift den Fall der vinkulierten Namenaktien auf, bei denen der Aktionär erst das Stimmrecht erhält, wenn er vom Verwaltungsrat als Aktionär anerkannt und ins Aktienbuch eingetragen wird.

²⁹⁸ Dies bedeutet, dass ein Anbieter, der über einen Stimmrechtsanteil von unter $33\frac{1}{3}$ Prozent verfügt, ein Angebot unterbreitet, welches sich auf Beteiligungspapiere erstreckt, die - sofern sie unter dem Angebot angedient werden - den Stimmrechtsanteil auf über $33\frac{1}{3}$ Prozent erhöhen würden.

²⁹⁹ Vgl. Empfehlung Danzas Holding AG vom 15. Januar 1999, Erw. 2.

³⁰⁰ Vgl. Empfehlung Big Star Holding AG vom 13. April 2000, Erw. 2.

Neben der Klassifizierung in zeitlicher Hinsicht lassen sich Bedingungen bezüglich ihres Inhalts in drei Typenklassen einordnen. Zum einen sind sie auf den Substanzerhalt der Zielgesellschaft ausgerichtet, zum anderen auf einen reibungslosen Erwerbsablauf und zum Dritten beinhalten sie die sonstigen Risiken.

Der Substanzerhalt ist im Hinblick auf mögliche Abwehrmaßnahmen von Seiten der Zielgesellschaft besonders im Verlauf von feindlichen Übernahmeangeboten von Bedeutung. Im Gegensatz zum Verwaltungsrat ist es der Generalversammlung nämlich erlaubt, die Aktiven und Passiven der Gesellschaft nach Unterbreitung des Angebots in erheblicher Weise zu verändern, wobei darauf zu achten ist, dass der Beschluss der Generalversammlung genau spezifiziert wird. Ansonsten greift das Verbot aus Art. 29 Abs. 2 BEHG, was zur Folge hat, dass der entsprechende Generalversammlungsbeschluss als unerlaubte Abwehrmaßnahme klassifiziert wird.³⁰¹

Um sich vor dem Eingriff in die Substanz der Zielgesellschaft zu schützen, werden vermehrt die Angebote in Abhängigkeit von sogenannten MAC-Klauseln unterbreitet. Diese Material Adverse Change Klauseln,³⁰² die sich besonders seit dem Jahr 2005 großer Beliebtheit erfreuen, sollen dafür Sorge tragen, dass das Angebot bei Eintritt eines negativen Ereignisses, welches einen erheblichen Wertverlust der Zielgesellschaft nach sich zieht, hinfällig wird. Denn dem Anbieter ist es nicht erlaubt, den Angebotspreis zu senken, auch wenn er mit einem wesentlichen Substanzverlust bei der Zielgesellschaft konfrontiert wird. Die einzige Schutzmöglichkeit besteht in der Formulierung einer entsprechenden Bedingung und einem nachfolgenden vollständigen Rückzug vom Angebot. MAC-Klauseln können im Hinblick auf die Rückzugsmöglichkeit nicht beliebig ausgestaltet werden, sondern die Übernahmekommission verlangt, dass die in der Bedingung genannten Einbußen in einem angemessenen Verhältnis zum Umsatz, Gewinn oder Eigenkapital der Zielgesellschaft stehen müssen und nicht ohne weiteres durch die beteiligten Parteien beeinflusst werden können.³⁰³ In früheren Angeboten wurden von der Übernahmekommission allerdings auch nicht quantifizierte MAC-Klauseln als zulässig erachtet.³⁰⁴

³⁰¹ Vgl. SCHÄRER(2005), S. 75.

³⁰² Diese Klauseln werden auch Force-Majeure-Klauseln genannt, vgl. BUSCH(2002), S. 150.

³⁰³ Vgl. Vgl. Empfehlung Disetronic Holding AG vom 19. März 2003, Erw. 6.2.1, Empfehlung I Centerpulse AG vom 16. April 2003, Erw. 5.3 und Erw. 5.7 sowie Empfehlung Swiss International Air Lines vom 28. April 2005, Erw. 4.3.3.2.

³⁰⁴ Vgl. SCHLEIFFER(2004), S. 62ff; Beispielsweise wurde das Angebot für die TAG Heuer AG im Jahr 1999 von der Bedingung abhängig gemacht, dass keine wesentlichen Bedingungen, Auflagen oder Verpflichtungen von Behörden auferlegt werden, ohne eine Spezifikation zu liefern, was unter „wesentlich“ zu verstehen ist.

Bei Pflichtangeboten werden MAC-Klauseln nur dann zugelassen, wenn beispielsweise die Angebotspflicht durch einen noch nicht vollzogenen Kaufvertrag ausgelöst wird, dessen Erfüllung selbst von den MAC-Klauseln abhängt.³⁰⁵

Die typische MAC-Klausel lautet wie folgt: „...bis zum Ende der Angebotsfrist sind keine nachteiligen Ereignisse eingetreten, die eine der folgenden Reduktionen zur Folge haben: (i) mehr als 5% des jährlichen konsolidierten Umsatzes; oder (ii) mehr als 10 % des jährlichen EBITDA; oder (iii) mehr als 10% des konsolidierten Eigenkapitals“.³⁰⁶

Nicht nur die finanzielle Situation der Gesellschaft spielt für den Substanzerhalt eine Rolle, sondern ein Anbieter könnte auch daran interessiert sein, dass die Schlüsselpositionen im Top-Management besetzt bleiben oder dass die Zielgesellschaft lukrative Verträge mit Dritten nicht auflöst.³⁰⁷

Um einen reibungslosen Erwerbsablauf sicherzustellen, sind vor allem die Zustimmungen der mit der Übernahme befassten Behörden notwendig.

Vor der Übernahme muss die Absicht des Zusammenschlusses der Wettbewerbskommission gemeldet werden, wenn Anbieter und Zielgesellschaft einen weltweiten Umsatz von mindestens zwei Milliarden Schweizer Franken erwirtschaften, wovon insgesamt mindestens 500 Millionen Schweizer Franken auf die Schweiz entfallen, und beide jeweils mindestens 100 Millionen Schweizer Franken in der Schweiz erzielen.³⁰⁸

Eine Übernahme, die in der Schweiz vollzogen wird, kann unter Umständen auch von der Genehmigung ausländischer Kartellbehörden abhängen. Wenn beide Unternehmen weltweit mehr als 500 Millionen Euro Umsatz generieren und davon 25 Millionen auf Deutschland entfallen, so findet beispielsweise das deutsche Kartellrecht hierauf Anwendung.³⁰⁹

Die Europäische Kommission ist zu unterrichten in den Fällen, in denen der weltweite Umsatz der beteiligten Unternehmen mehr als 5 Mrd. Euro beträgt, und die beiden Unternehmen in der EU jeweils einen Umsatz von mehr als 250 Millionen Euro generieren.³¹⁰ Oftmals wird die Genehmigung durch die jeweils zuständige Wettbewerbsbehörde zur Bedingung des Angebots gemacht.

³⁰⁵ Vgl. Empfehlung Swiss International Airlines AG vom 28. April 2005, Erw. 4.3.3.2.

³⁰⁶ Vgl. z.B. Öffentliches Kaufangebot der CRH Europe Holding BV für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Gétaz Romang Holding SA vom 15. März 2007, Bedingung b).

³⁰⁷ Vgl. REUTTER(2002), S. 89.

³⁰⁸ Vgl. Art. 9 Abs. 1 KG.

³⁰⁹ Vgl. § 35 Abs. 1 GWB.

³¹⁰ Vgl. Art. 1 Abs. 2 EU-FKVO

Die Prüfung durch die Wettbewerbskommission in der Schweiz dauert längstens 4 Monate. Sollte bis dahin noch keine Entscheidung vorliegen, so kann der Zusammenschluss als genehmigt betrachtet erfolgen.³¹¹

Betreffend die Finanzierung wird bei Umtauschangeboten oftmals die Zustimmung der Generalversammlung der Anbieterin zum Übernahmeangebot und zu einer eventuell notwendigen Kapitalerhöhung zur Bedingung gemacht. Diese Beschlüsse können zwar in eingeschränkter Weise durch den Anbieter beeinflusst werden, sie verstoßen dennoch nicht gegen Art. 13 Abs. 2 UEV, da der Anbieter gerade dazu verpflichtet ist, alle Maßnahmen zu ergreifen, um die benötigten Mittel zu beschaffen.³¹²

Die Intention hinter einem Übernahmeangebot besteht meist in der vollständigen Kontrollübernahme der Zielgesellschaft. Aus diesem Grund sollte mit dem Angebot auch eine hinreichend große Anzahl von Aktien eingesammelt werden. Wenn dieses Vorhaben nicht gelingt, behält sich der Anbieter mit einer Mindestandienungsquote, einer sogenannten Minimum Limen-Bedingung³¹³, einen Rücktritt vom Angebot vor. Schon in den Zeiten des Übernahmekodex war es üblich, ein Angebot an die Bedingung zu knüpfen, dass eine bestimmte Andienungsquote erreicht wird.³¹⁴

Wie den meisten Prospekten entnommen werden kann, möchte der Anbieter nach erfolgreichem Angebot eine Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere durchführen und somit die vollständige Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangen. Zu diesem Zweck muss er mehr als 98 Prozent der Stimmen auf sich vereinen. Die Übernahmekommission lässt aber im Angebotsprospekt eine derart hohe Mindestandienungsquote als Bedingung nur zu, wenn der Anbieter schon vor Lancierung der Offerte über einen hinreichend hohen Stimmrechtsanteil verfügt.³¹⁵ Was als hinreichend groß qualifiziert wird, obliegt dem Ermessen der Übernahmekommission. Zu diesem Zweck überprüft diese, wie viel Prozent der sich im Umlauf befindenden Beteiligungspapiere erworben werden müssen, damit die Minimum Limen-Bedingung erfüllt ist.³¹⁶ Ein Minimum Limen von $66\frac{2}{3}$ Prozent ist unab-

³¹¹ Vgl. WATTER/SCHNELLER(2007), S. 243.

³¹² Vgl. Art. 20 Abs. 2 UEV.

³¹³ Vgl. REUTTER(2002), S. 180ff.

³¹⁴ Vgl. INDERBITZIN(1993), S. 63.

³¹⁵ Vgl. REUTTER(2002), S. 181.

³¹⁶ Vgl. Empfehlung Brauerei Haldengut vom 18. Mai 1999, Erw. 6.

hängig vom vorherigen Stimmenbesitz des Anbieters zulässig, da ihm zugbilligt werden sollte, zumindest die Schwelle für das qualifizierte Quorum zu erreichen.³¹⁷

Das Pendant zum Minimum Limen ist das Maximum Limen, welches im Falle eines Teilangebots zum Tragen kommt.³¹⁸

Von den 80 bedingten Angeboten weisen 62 Angebote eine Minimum Limen-Bedingung auf. Dabei wird am häufigsten auf das Erreichen der Zweidrittelmehrheit abgestellt.

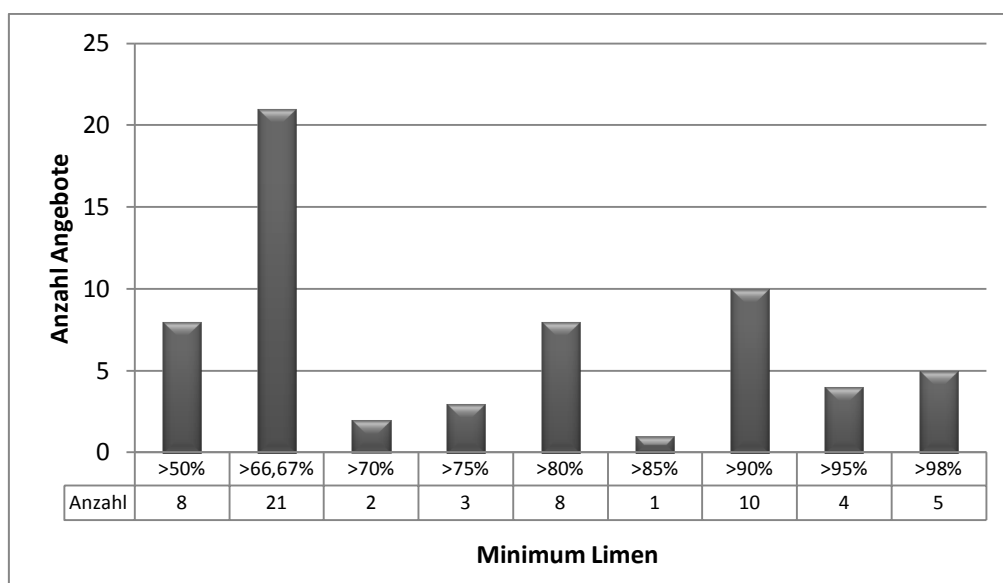


Abb. 6: Minimum Limen

In Abbildung 6 wird ersichtlich, dass bei fünf Angeboten die Möglichkeit zur Kraftloserklärung zur Bedingung gemacht wird. In einem dieser Fälle handelt es sich um eine Konzernumstrukturierung³¹⁹, bei dem der Anbieter bei Unterbreitung des Angebots über keine Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügt. Bei den übrigen vier Fällen liegt der Stimmrechtsanteil des Anbieters vor dem Angebot allerdings zwischen 86,73% und 96,87%. Die Übernahmekommission prüft, wie schon erwähnt, in diesen Fällen den Prozentsatz der Stimmrechte, die sich im Publikum befinden, der einzusammeln ist, um den Grenzwert zu erreichen. Dieser Prozentsatz liegt in den vier hier betrachteten Fällen zwischen 36,19% und 84,55%. Die Übernahmekommission hält derartige Werte für realistisch.³²⁰

³¹⁷ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007a), S. 526. Das qualifizierte Quorum ist in Art. 704 OR geregelt.

³¹⁸ Vgl. REUTTER(2002), S. 182.

³¹⁹ Zürich Versicherungsgesellschaft (1998).

³²⁰ Vgl. Empfehlung Calanda Bräu vom 27. Mai 1999, Erw. 6.

Werden alle Angebote mit Minimum Limen betrachtet, liegt der Stimmrechtsanteil des Anbieters zwischen 1,06% und 89,49%, mit einem Durchschnittswert von 57,60%.³²¹

Neben der Andienungsquote ist es für einen Anbieter bei vinkulierten Namenaktien³²² wichtig, dass dieser mit sämtlichen Stimmrechten eingetragen wird. Oftmals wird auch die vollständige Abschaffung der Vinkulierungsbestimmungen durch einen Generalversammlungsbeschluss gefordert. Wenn ein Anbieter sein Angebot an derartige Bedingungen knüpft, muss er im Vorfeld eine entsprechende Beteiligung aufgebaut haben, um überhaupt im Falle eines feindlichen Übernahmeangebots die gewünschten Änderungen traktandieren zu können.³²³ Dies wiederum birgt ein nicht zu unterschätzendes Kostenrisiko bei Scheitern der Offerte. Allerdings kann sich der Anbieter durch die Aktionäre schon vor Vollzug des Angebots eine Vollmacht erteilen lassen, damit er an der Generalversammlung entsprechend seinen Absichten abstimmen kann.³²⁴

Doch nicht nur die Aufhebung der Vinkulierung ist für den Anbieter von Interesse, sondern oftmals entweder eine Zuwahl der vom Anbieter vorgeschlagenen Personen in den Verwaltungsrat oder eine komplette Auswechslung. Derartige Bedingungen finden sich sehr häufig in den Angebotsprospekten. Wenn der Verwaltungsrat nicht ausgewechselt werden soll, sind auch sogenannte „Best Efforts-Klauseln“ möglich, die den Verwaltungsrat auffordern, alles dafür zu tun, damit das Angebot planungsgemäß vollzogen werden kann.³²⁵

Der Nachteil, der sich aus Bedingungen ergibt, die Generalversammlungsbeschlüsse erfordern, besteht in der Verzögerung des Vollzugs des Angebots.³²⁶ Denn der Angebotspreis wird erst dann ausbezahlt, wenn sämtliche Bedingungen eingetreten sind oder der Anbieter darauf verzichtet hat. Mit Blick auf die Zielgesellschaft wäre es ratsam, einen Generalversammlungsbeschluss, der noch während der Dauer eines Angebots gefasst wird, auf Grund des unsicheren Ausgangs der Offerte nur bedingt zu fassen.³²⁷ Da es rechtlich aber nicht geklärt ist, ob ein bedingt gefasster Generalversammlungsbeschluss Gültigkeit besitzt, da er

³²¹ Der Prozentsatz von 1,06% zeigt sich bei der Übernahme der Intersport (2000), der von 89,49% bei der Übernahme der Acorn (2006).

³²² Vgl. Art. 685a i.V.m. 685d OR.

³²³ Die Einberufung können Aktionäre verlangen, die mehr als 10% am Aktienkapital besitzen. Die Traktandierung eines Verhandlungsgegenstandes kann von denjenigen Aktionären verlangt werden, die Aktien im Nennwert von 1 Mio. CHF vertreten. Vgl. Art. 699 Abs. 3 OR.

³²⁴ Vgl. Angebotsprospekt Selecta vom 26. März 2001, I. 4.

³²⁵ Vgl. WATTER/SCHNELLER(2007), S.272.

³²⁶ Das Obligationenrecht bestimmt in Art. 700 Abs. 1, dass eine Generalversammlung spätestens 20 Tage vor dem Versammlungstag einberufen werden muss.

³²⁷ Vgl. REUTTER(2002), S. 86f.

nicht ins Handelsregister eingetragen werden kann, besteht für den Anbieter keine Verpflichtung, einen derartigen Beschluss zu akzeptieren.³²⁸

Zur Zeit des Übernahmekodex untersagte die Regulierungskommission dem Anbieter eine Bedingung in der er die Wahl seiner Vertreter in den Verwaltungsrat und gleichzeitig die Eintragung sämtlicher Aktien verlangte, da schon eine dieser Bedingungen die Kontrolle über die Gesellschaft ermögliche.³²⁹ Die Übernahmekommission rückte von dieser Ansicht ab und lässt beide Bedingungen gleichzeitig zu.³³⁰

Neben der Sicherstellung eines reibungslosen Erwerbs und dem Substanzerhalt gibt es weitere Risiken, die mit diversen Bedingungen abgemildert bzw. ausgeschlossen werden sollen.

In einigen Fällen ist einer Übernahmeofferte eine Pakettransaktion vorangestellt. Das bedeutet, dass der Anbieter erst relativ kurz vor dem Angebot Einblicke in die Geschäfte der Zielgesellschaft erlangt und somit die gesamten Risiken noch nicht allumfänglich abschätzen kann. In diesem Fall kann das Angebot unter die Bedingung gestellt werden, dass die Pakettransaktion reibungslos abläuft, und dass bei Verletzung der im Aktienkaufvertrag enthaltenen Zusicherungen das Geschäft und somit auch das Angebot hinfällig werden.

Auch ist es möglich, das Angebot vom Verlauf eines Index abhängig zu machen.³³¹ Die Übernahmekommission hat bei der Übernahme der Unigestion (2003) diese Indexklausel zugelassen, da es sich beim zugrunde gelegten SPI um einen stabilen Index handelt.³³²

Der Anbieter hat bezüglich des Eintritts der Bedingungen eine gewisse Mitwirkungspflicht, denn er muss „alle ihm zumutbaren Massnahmen ergreifen, damit die Bedingungen eintreten“³³³. Sollte er sich daran nicht halten, so kann das Angebot entweder untersagt werden³³⁴ oder es besteht für die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit, nach Art. 156 OR die Erfüllung des Vertrags oder Schadenersatz nach Art. 97 OR zu verlangen, sofern sie dem Anbieter schuldhaftes Handeln nachweisen können.³³⁵

Ein Angebot darf somit nicht an reine Potestativbedingungen, die vom Willen der betreffenden Person abhängig und damit beeinflussbar sind, geknüpft werden. Artikel 13

³²⁸ Vgl. SCHÄRER(2005), S. 82f.

³²⁹ Vgl. REUTTER(2002), S. 185.

³³⁰ Vgl. Angebot der InCentive Capital AG für die Aktien der Sulzer AG, bei dem die UEK stillschweigend beide Bedingungen gemeinsam gelten lässt.

³³¹ Vgl. Angebotsprospekt der Unigestion Management Holding für die Aktien der Unigestion Holding.

³³² Vgl. SCHÄRER/AREGGER(2003), S. 157.

³³³ Art. 13 Abs. 3 UEV.

³³⁴ Vgl. REUTTER(2002), S. 129f.

³³⁵ Vgl. REUTTER(2002), S. 132f.

UEV untersagt allerdings nur Bedingungen, die vom Anbieter maßgeblich beeinflusst werden können, nicht aber solche, die von den anderen Beteiligten wie beispielsweise vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft oder von den Adressaten des Angebots beeinflusst werden können. Zudem erlaubt das Adjektiv „maßgeblich“ einen gewissen Ermessensspielraum.

Eine unzulässige Bedingung hat jedoch nicht zur Folge, dass ein Angebot dahinfällt, denn diese Bedingung kann auch noch nach Veröffentlichung des Angebots korrigiert werden.³³⁶

Neben dem Börsengesetz sind Bedingungen noch den Regelungen des Aktiengesetzes unterworfen. Bedingungen, welche eine widerrechtliche oder unsittliche Handlung oder Unterlassung fördern, sind nach Art. 157 OR nicht zulässig.

Unzulässig sind auch solche Bedingungen, die die Wirksamkeit des Angebots von der Gültigkeit der übrigen Bedingungen abhängig machen.³³⁷

Die von 1998 bis 2008 unterbreiteten Angebote werden durchschnittlich an vier Bedingungen gleichzeitig geknüpft, wobei die Anzahl der Bedingungen in den einzelnen Prospekten zwischen eins und zehn liegt. Im Zeitablauf ist aber weder ein Anstieg noch ein Absinken bezüglich der Anzahl der Bedingungen zu erkennen.

Eine Übersicht über die häufigsten in den Angebotsprospekten gemachten Bedingungen zeigt Tabelle 5.

Bedingung	Anzahl	Bedingung	Anzahl
Zustimmung der zuständigen Behörden	37	Keine Transaktionen, die zu wesentlicher Substanzänderung führen (ähnlich wie MAC-Klausel)	15
keine Verhinderung des Angebots durch Gesetze, Gerichte, Behörden o.ä.	34	Schaffung der zum Umtausch angebotenen Aktien	11
MAC-Klauseln	25	Kotierung der zum Umtausch angebotenen Aktien	11
Streichung der Vinkulierung	18	Durchführung verbundener Transaktionen	10
Auswechslung des VR der Zielgesellschaft	18	keine Klagen gegen die Zielgesellschaft	5
Eintragung aller Stimmrechte	17	Zustimmung der GV des Anbieters	4

Tab. 5: Bedingungen

³³⁶ Vgl. SCHÄRER(2005), S. 90.

³³⁷ Vgl. Recommandation Baumgartner Papiers Holding SA du 16 juillet 2001, Cons. 6.

2.4.3.5 Angaben über den Anbieter

Unter dem Übernahmekodex war es möglich, ein Angebot ohne Angaben zu dessen Initianten zu lancieren. Unter dem Börsengesetz ist der Anbieter nun verpflichtet, Angaben zu seiner Person und zu den mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen zu machen. Ein Handeln in gemeinsamer Absprache ist dann gegeben, wenn „minimale innere Finalität und äussere Organisiertheit“³³⁸ vorliegen, und die Intention besteht, die Gesellschaft zu beherrschen. Von der Prüfstelle werden die folgenden Sachverhalte einer genauen Prüfung im Hinblick auf ein Handeln in gemeinsamer Absprache unterzogen: „Konzernverhältnisse, Aktionärsbindungsverträge, Vereinbarungen zum gemeinsamen Kauf oder Verkauf, ‚Lock-up‘-Vereinbarungen, ‚Gentlemen Agreements‘, soziale Bindungen (z.B. Familien, Erbgemeinschaften oder enge Geschäftspartnerschaften), moralische Verpflichtungen, bewusste Koordination des Stimmrechtsverhaltens, konkludentes Verhalten.“³³⁹

Ein Handeln in gemeinsamer Absprache mit der Zielgesellschaft kann dann unterstellt werden, wenn der Anbieter diese bereits bei Unterbreitung des Angebots beherrscht.³⁴⁰ Doch auch wenn die Zielgesellschaft noch nicht vom Anbieter beherrscht wird, gilt sie als mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnd, sofern im Vorfeld der Übernahme Übereinkünfte bezüglich bestimmter Bedingungen, welche das Angebot betreffen, getroffen wurden.³⁴¹ Dies hat zur Folge, dass bei der Berechnung des Mindestpreises auch Transaktionen der Zielgesellschaft mit ihren eigenen Aktien berücksichtigt werden müssen. Die hier einzubeziehende Zeitspanne beträgt allerdings nicht generell 12 Monate wie für die Transaktionen des Anbieters, sondern sie beginnt erst zu dem Zeitpunkt, zu dem die Verhandlungen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft starteten. Im Fall der Herrschaft des Anbieters über die Zielgesellschaft liegt der relevante Zeitpunkt damit beim Kontrollerwerb. Auch Aktionäre des Anbieters, sofern sie über ein Stimmrecht von 50 Prozent plus eine Stimme verfügen, werden zur organisierten Gruppe dazugerechnet.³⁴²

Grundsätzlich zählen Banken, die als Berater oder Transaktionsbanken fungieren, nicht zu den in gemeinsamer Absprache handelnden Personen.³⁴³ Allerdings zeigte der Fall Sulzer im Jahr 2007, dass Banken auch aktiv an der Übernahme beteiligt sein können. Die Zürcher Kantonalbank wurde in diesem Zusammenhang beschuldigt, der Beteiligungsgesellschaft

³³⁸ BGE 130 II 530.

³³⁹ WYSS(2006), S. 229.

³⁴⁰ Vgl. Empfehlung Brauerei Haldengut vom 18. Mai 1999, Erw. 5.

³⁴¹ Vgl. TSCHÄNI(2004), S. 212.

³⁴² Vgl. KOHLIK(2005), S. 170.

³⁴³ Vgl. WYSS(2006), S. 229.

Everest beim Aufbau einer Kontrollposition mit Hilfe von Optionsgeschäften behilflich gewesen zu sein und dabei die Meldepflicht verletzt zu haben, und dies, obwohl eine Kundenbeziehung zwischen dem potentiellen Übernahmeobjekt Sulzer und der Zürcher Kantonalbank bestand.³⁴⁴

Grundsätzlich kann es sich beim Anbieter um eine natürliche oder juristische Person handeln oder aber auch um einen Zusammenschluss mehrerer natürlicher und/oder juristischer Personen. Nur drei der insgesamt 124 von 1998 bis 2008 lancierten Übernahmeangebote wurden von natürlichen Personen unterbreitet.³⁴⁵

Im Hinblick auf die Intention, die hinter einem Übernahmeangebot steckt, können die verschiedenen Anbieter zum einen in die Gruppe der strategischen Investoren und zum anderen in die der Finanzinvestoren eingeteilt werden. Ein Anbieter wird dann als Finanzinvestor klassifiziert, sofern aus dem Angebotsprospekt eindeutig hervorgeht, dass sein Geschäftszweck im Halten und Managen von Beteiligungen besteht. Alle übrigen Anbieter werden als strategische Investoren betrachtet. Zusätzlich zu dieser Einteilung kann die Übernahme einer Investmentgesellschaft durch eine andere Investmentgesellschaft als Spezialfall betrachtet werden.³⁴⁶ Diese Angebote werden im empirischen Teil dieser Arbeit als dritte Anbietergruppe von strategischen Investoren und Finanzinvestoren getrennt betrachtet.

Von den 114 Übernahmeangeboten zwischen 1998 und 2008 wurden 72 von strategischen Investoren und 18 von Finanzinvestoren unterbreitet.³⁴⁷ Bei 24 Angeboten lancierte eine Investmentgesellschaft ein Übernahmeangebot für eine andere Investmentgesellschaft.

Der Anbieter ist, neben den Angaben zu seiner Person, auch dazu verpflichtet, seine bisherige Beteiligung an der Zielgesellschaft offen zu legen. Einem Aktionär kann bereits eine herrschende Stellung zugesprochen werden, sofern dieser über einen Stimmrechtsanteil von 20 bis 30 Prozent verfügt.³⁴⁸

³⁴⁴ Vgl. AEBERSOLD/GALLAROTTI(2007), S. 25, AEBERSOLD(2007), S. 23, GALLAROTTI(2007), S. 23.

³⁴⁵ Im Jahr 2000 bot Jörg G. Bucherer für die Partizipationsscheine der Bucherer AG, im Jahr 2002 boten die Herren Martin Lüthi, Hans-Jörg Lüthi und Eugen Bollinger für die Namenaktien der UDT Group AG und im Jahr 2008 bot die Aktionärsgruppe von Finck für die Inhaberaktien der Von Roll Holding AG.

³⁴⁶ Besonders im Hinblick auf die Untersuchung der Übernahmeprämien scheint eine separate Betrachtung der Investmentgesellschaften angezeigt, da diese Gesellschaften häufig mit einem Discount an der Börse gehandelt werden.

³⁴⁷ Konzernumstrukturierungen sind dabei ausgeklammert.

³⁴⁸ Vgl. KOHLIK(2005), S. 14. Bei einem Stimmrechtsanteil von unter 20% besteht lediglich eine marginale Stimmrechtsmacht, die zur Herstellung einer dauerhaften Verbindung dient. Vgl. BOEMLE(1995), S. 460.

Für die zwischen 1998 und 2008 lancierten Übernahmeangebote besitzt ein Anbieter im Zeitpunkt der Unterbreitung des Angebots durchschnittlich 48,55% der Stimmrechte. Bei acht Übernahmeangeboten ist der Anbieter noch nicht an der Zielgesellschaft beteiligt, dennoch sind alle diese Angebote erfolgreich. Bei einem Übernahmeangebot besaß der Anbieter dagegen bereits bei Lancierung der Offerte 100% der Stimmrechte.³⁴⁹

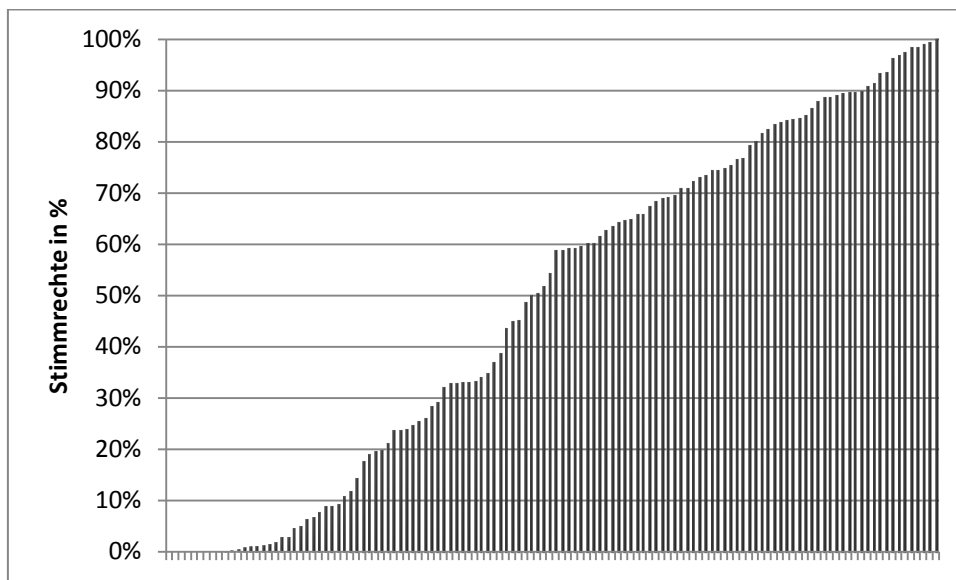


Abb. 7: Verteilung der Stimmrechte des Anbieters im Zeitpunkt der Lancierung des Angebots

Die Verteilung der Stimmrechte ist in Abbildung 7 ersichtlich, die Zuordnung der Anbieter zu den aktienrechtlich fixierten Stimmrechtsgruppen findet sich in Tabelle 6.

Stimmrechtsgruppe	Anzahl Angebote	Anzahl zustande gekommene Angebote
$X \leq 10\%$	28	23
$10\% < X < 33,33\%$	22	16
$33,33\% < X < 50\%$	8	7
$50\% < X < 66,67\%$	19	19
$66,67\% < X < 90\%$	33	32
$X \geq 90\%$	14	14
$X > 98\%$	5	5

Tab. 6: Einteilung der Übernahmeangebote in Abhängigkeit der Stimmrechte des Anbieters bei Lancierung des Angebots

³⁴⁹ Beim Angebot von Jörg G. Bucherer für die PS der Bucherer AG (2002) hatte der Anbieter bereits 100% der Stimmrechte. Doch war es damals strittig, ob dies auch genügt, um die Partizipanten auszuschließen. Um diese Unsicherheit zu umgehen, entschloss sich der Anbieter zu einem Übernahmeangebot für die ausstehenden Partizipationsscheine.

Anhand von Tabelle 6 wird deutlich, dass besonders diejenigen Angebote scheitern, bei denen der Anbieter bei Unterbreitung zwischen 10 und 33,33 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft besitzt. Dagegen besitzen die Anbieter in 14 der 124 Fälle bereits eine Beteiligung von über 90 Prozent, die es ihnen ermöglichen würde, ohne vorheriges Angebot die Aktionäre in Form eines Squeeze-out Mergers aus der Gesellschaft auszuschließen.³⁵⁰ Von diesen 14 Fällen ist die Beteiligung des Anbieters in 5 Fällen sogar größer als 98 Prozent, was ihm ermöglichen wird, im Anschluss an das Angebot eine Kraftloserklärung durchzuführen, unabhängig davon, wie viele Aktien ihm im Rahmen des Angebots angedient werden. Es ist zu erwarten, dass diese Angebote, deren Erfolg von vorneherein feststeht, für die Minderheitsaktionäre nicht besonders attraktiv ausgestaltet werden. Ob sich diese These bestätigt, wird die Betrachtung der von diesen Anbietern bezahlten Übernahmeprämien zeigen.³⁵¹

Neben seiner aktuellen Beteiligung an der Zielgesellschaft ist der Anbieter dazu verpflichtet, die Anzahl der Beteiligungspapiere anzugeben, die er in den letzten 12 Monaten vor Unterbreitung des Angebots erworben hat. Daneben muss er Auskunft darüber erteilen, wie viel er maximal für diese Titel gezahlt hat.

Bei 39 der 124 Übernahmeangebote zwischen 1998 und 2008 erwarben der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen in den letzten 12 Monaten vor dem Angebot keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft.

Anhand der Abbildung 8 wird deutlich, dass in beinahe einem Viertel der Fälle³⁵² eine Mehrheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft innerhalb der letzten 12 Monate vor der Unterbreitung des Angebots erworben wird.

³⁵⁰ Bei den in den 14 Fällen enthaltenen Angeboten für die Brauerei Haldengut (1999) sowie für die Compagnie Financière Michelin (2002) war ein Squeeze-out Merger allerdings noch nicht möglich, da dieser erst mit Inkrafttreten des Fusionsgesetzes seit 1. Juli 2004 durchgeführt werden konnte.

³⁵¹ Vgl. Kapitel 4.3.7.2.

³⁵² Bei 30 von 124 Angeboten.

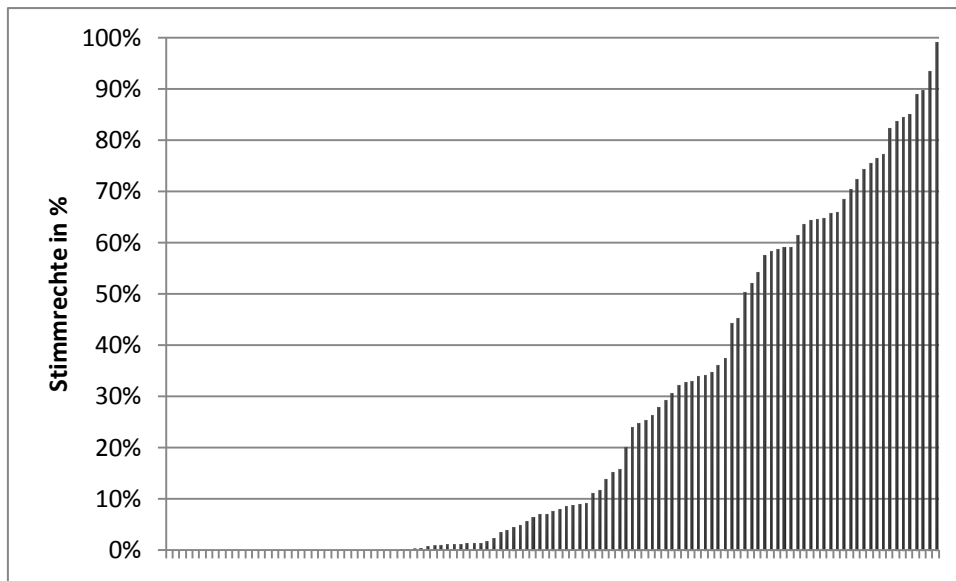


Abb. 8: Verteilung der von dem Anbieter in den letzten 12 Monaten vor Unterbreitung des Angebots erworbenen Stimmrechte.

Berücksichtigt man, dass in 66 Fällen ein Angebot von einem Mehrheitsaktionär unterbreitet wird, zeigt dies, dass nur bei etwa der Hälfte davon die Mehrheitsbeteiligung länger als 1 Jahr besteht.

In insgesamt 51 Fällen wird die vor dem Angebot bestehende Beteiligung erst in den letzten 12 Monaten vor dem Angebot aufgebaut. Dies bedeutet, dass nur etwas mehr als die Hälfte der Angebote von „Altaktionären“ unterbreitet werden.

2.4.3.6 Finanzierung des Angebots

Für Übernahmeangebote gibt es keine standardisierte Finanzierungsregel, die besagt, in welcher Weise eine Offerte zu finanzieren ist. BRODA/KRINGS(2002) identifizieren verschiedene Einflussfaktoren, von denen es abhängt, in welcher Form eine Übernahme finanziert werden solle.³⁵³ Dazu gibt es eine Fülle an unterschiedlichen Finanzierungsquellen.³⁵⁴

Handelt es sich beispielsweise um ein Umtauschangebot, bei dem der Anbieter die notwendigen Aktien durch Kapitalerhöhung mit Sacheinlage schafft, so besteht die Gefahr, dass das Übernahmeangebot bei Anfechtung des entsprechenden Beschlusses verhindert

³⁵³ Vgl. BRODA/KRINGS(2002), S. 879f. Die optimale Finanzierung hängt demnach beispielsweise von folgenden Faktoren ab: steuerliche Aspekte, Risikoaspekte, vorhandene Liquiditätsreserven, eine eventuell notwendige Börsenkotierung der zum Umtausch angebotenen Aktien, Verwässerungseffekte der zum Umtausch angebotenen Aktien.

³⁵⁴ Vgl. HÜNERWADEL/TRANCHET(2010), S. 363ff.

werden könnte. Wenn es sich beim Anbieter beispielsweise um ein deutsches Unternehmen handelt, so kann jeder Aktionär dieses Unternehmens den Hauptversammlungsbeschluss mit der Begründung anfechten, dass das einzubringende Unternehmen überbewertet wurde.³⁵⁵

In den meisten Angebotsprospekten gibt es keine detaillierten Informationen, wie die Übernahme finanziert wird. Es wird den Aktionären nur mitgeteilt, dass die Übernahme entweder mit Eigenmitteln, Fremdkapital oder einer Mischfinanzierung, bei Tauschangeboten mit Hilfe einer Kapitalerhöhung realisiert wird. Von den zwischen 1998 und 2008 unterbreiteten Angeboten werden 51 mit Hilfe von Eigenmitteln, 15 mit Hilfe von Fremdkapital, 35 mit einer Mischfinanzierung und 19 mit Hilfe einer Kapitalerhöhung finanziert. Bei drei Angeboten³⁵⁶ fehlt es an der Angabe, bei einem Fall wird die Übernahme in Form einer Fusion vollzogen.

2.4.3.7 *Fairness Opinion*

Nach Ansicht von VON DER CRONE(2000) spielt die Fairness Opinion im Übernahmengeschehen eher eine untergeordnete Rolle. „Der Markt soll das Angebot unmittelbar aufgrund der dazu notwendigen Informationen und nicht mittelbar aufgrund der Analyse einer Investmentbank oder einer Revisionsgesellschaft beurteilen können“³⁵⁷.

Das mag für die Vergangenheit eine durchaus praktikable Anweisung gewesen sein, denn der Inhalt der Fairness Opinion hat es nicht zugelassen, sich auch nur im Ansatz über die Gesellschaft zu informieren. In den Fairness Opinions wurden zwar die Tätigkeiten benannt, die durchgeführt wurden. Allerdings wurden diese Tätigkeiten zahlenmäßig nie unterlegt. Damit wussten die Aktionäre höchstens, ob ein Ersteller der Fairness Opinion sich beispielsweise auf Cash Flow orientierte Unternehmensbewertungen gestützt hat. Wie sich die prognostizierten Cash Flows im Zeitablauf entwickeln, und mit welchem Diskontierungssatz diese auf den Ankündigungstag abgezinst werden, wurde allerdings nicht publiziert.

Eine Fairness Opinion sollte „sowohl für Aktionäre wie auch für den Verwaltungsrat einer Unternehmung eine wichtige unabhängige Expertenmeinung“³⁵⁸ sein. Dies bedeutet, dass ihr Wert und damit ihr Aussagegehalt von der Unabhängigkeit des Erstellers und vom Detaillierungsgrad abhängen.

³⁵⁵ Vgl. Art. 255 Abs. 2 AktG.

³⁵⁶ Für die Angebote der Porst Holding (1998), Zürich Versicherung (1998) und Romande Energie (1999) stehen nur die in den Zeitungen abgedruckten Angebotsprospekte zur Verfügung, die als Zusammenfassung des ausführlichen Prospekts keine Angabe zur Finanzierung machen.

³⁵⁷ VON DER CRONE(2000), S. 8.

³⁵⁸ BUCHER/BUCHER(2005), S. 155.

Von 1998 bis 2008 wurden insgesamt 70 Fairness Opinions veröffentlicht, wobei bei der Übernahme der Centerpulse AG (2003) der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gleich drei Fairness Opinions einholte. Der Grund für die Einholung mehrerer Gutachten war es, dass der erste Ersteller als Financial Advisor wegen einer erfolgsabhängigen Vergütung ein Interesse am Zustandekommen des Angebots hatte und damit nicht als unabhängig eingestuft werden kann.³⁵⁹

Eine Übersicht über die in Anzahl der Fairness Opinions in den einzelnen Jahren zeigt Abbildung 9. Die zum Vergleich angegebene Anzahl an Angeboten wurde um Konzernumstrukturierungen und konkurrierende Angebote bereinigt.

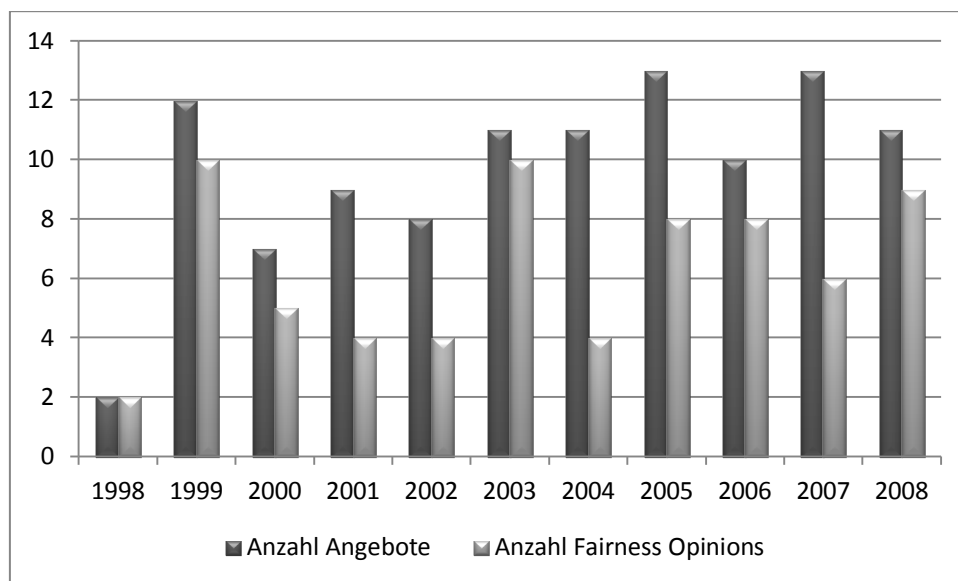


Abb. 9: Anzahl Fairness Opinions im Jahresvergleich

Eine Fairness Opinion enthält in der Regel folgende fünf Kerninhalte³⁶⁰: den Adressaten, die Beschreibung der geplanten Transaktion, die vom Ersteller der Fairness Opinion durchgeführten Arbeiten sowie die Informationen, die in seine Arbeit eingeflossen sind, eine Beurteilung der vom Management vorgelegten Business Pläne auf Plausibilität und die Beurteilung der Angemessenheit der Transaktion aus finanzieller Sicht.

³⁵⁹ Vgl. Empfehlung I Centerpulse AG vom 16. April 2003, Erw. 6.3.

³⁶⁰ Vgl. BUCHER/BUCHER (2005), S. 155f.

2.4.3.7.1 Auftraggeber der Fairness Opinion

Mit Ausnahme der Fairness Opinion im Fall Big Star Holding AG (2000) wurden alle Gutachten vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in Auftrag gegeben.³⁶¹ Sofern sich der Verwaltungsrat in seiner Empfehlung an die Aktionäre auf eine Fairness Opinion bezieht, ist diese offen zu legen oder zumindest anzugeben, wo diese bezogen werden kann.³⁶² Sie wird dann zu einem Bestandteil des Berichts des Verwaltungsrates.³⁶³

Dies bedeutet jedoch nicht, dass der Verwaltungsrat bei Vorlage einer Fairness Opinion auf eine begründete Stellungnahme verzichten darf.³⁶⁴ Wenn nun aber die Fairness Opinion Bewertungsmethoden und –parameter enthält, die von der Übernahmekommission als nicht zulässig erachtet werden, folgt daraus, dass der Bericht des Verwaltungsrates nicht alle notwendigen Informationen enthält, was eine Verantwortlichkeitsklage von Seiten der Aktionäre nach sich ziehen könnte. Der Verwaltungsrat ist jedoch nicht dazu verpflichtet, eine Fairness Opinion einzuholen. Jedoch erweist sie sich als praktikables Mittel in der Beseitigung von Interessenkonflikten. Zudem kann bei Vorlage einer Fairness Opinion die Business Judgement Rule problemlos angewandt werden.³⁶⁵

2.4.3.7.2 Ersteller der Fairness Opinion

Es gibt verschiedene Gründe, warum der Ersteller einer Fairness Opinion gegenüber seinem Auftraggeber nicht unabhängig ist.³⁶⁶ Zum einen könnte es an der Vergütungsstruktur liegen, die der Ersteller für seine Fairness Opinion erhält. Enthält die Vergütung eine vom Ausgang der Offerte abhängige variable Komponente, weil er neben der Fairness Opinion noch in anderer Form am Angebot mitwirkt, so hat er ein Interesse daran, die Aktionäre von der Vorteilhaftigkeit des Angebots zu überzeugen. Außerdem würde der Ersteller bei einem Negativurteil in der Fairness Opinion Gefahr laufen, nicht für weitere Dienste beim Auftraggeber in Frage zu kommen.

³⁶¹ Die Fairness Opinion für die Big Star Holding wurde vom Verwaltungsrat des Anbieters in Auftrag gegeben. Bei diesem Angebot handelte es sich um ein feindliches Angebot. Mit der Fairness Opinion wollte der Anbieter den Aktionären der Big Star darlegen, dass der von ihm gebotene Preis fair ist.

³⁶² Vgl. Empfehlung EIC Electricity SA vom 21. August 2003, Erw. 9.3.

³⁶³ Vgl. Empfehlung Allgemeine Finanzgesellschaft vom 8. Januar 1999, Erw. 3.1.

³⁶⁴ Vgl. Recommendation la Société Internationale Pirelli SA du 21 avril 1998, Cons. 2.

³⁶⁵ Vgl. BOWERS/LATHAM(2004), S. 2. Die Business Judgement Rule erlaubt dem Verwaltungsrat einen erheblichen Ermessensspielraum bei der Entscheidungsfindung. Dieser haftet nur dann für Fehlentscheidung, wenn die Vermutung zugrunde liegt, dass er nicht nach bestem Wissen und Gewissen arbeitet.

³⁶⁶ Vgl. BEBCHUK/KAHAN(1989), S. 38ff.

Es war in der Vergangenheit nicht unüblich, dass derjenige, der den Anbieter bei der Angebotspreisfestsetzung unterstützt hat, auch der Ersteller der Fairness Opinion war. Wie bereits bei der Erläuterung der Aufgaben der Prüfstelle erwähnt, wird in den Jahren 1999 und 2000 bei 6 Angeboten das Angebot durch die Gesellschaft geprüft, die auch die Fairness Opinion erstellt hat. In 2 Fällen aus dem Jahr 1999 sind sowohl Prüfgesellschaft, Revisionsstelle und Ersteller der Fairness Opinion identisch.³⁶⁷

Um die Unabhängigkeit des Erstellers sicherzustellen, sollte dieser nicht auf eine andere Art und Weise in die laufende Transaktion eingebunden sein. Seit dem 1. Januar 2009 ist die Unabhängigkeit des Erstellers der Fairness Opinion laut Art. 30 Abs. 6 UEV vorgeschrieben. Kritik wird auch dahingehend geübt, dass der Ersteller einem immer größeren Zeitdruck unterliegt, weshalb die Qualität und damit der Aussagegehalt in hohem Maße leiden.³⁶⁸

Von den zwischen 1998 und 2008 publizierten Fairness Opinions wurden 40 von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, 19 von Bankhäusern, 8 von Investmentbanken und 3 von unabhängigen Finanzberatern erstellt. In Tabelle 7 befindet sich eine Übersicht über diejenigen Ersteller, die für mehr als eine Fairness Opinion verantwortlich sind.

Ersteller	Anzahl Fairness Opinions	Ersteller	Anzahl Fairness Opinions
PwC	19	KPMG	4
BDO	6	Bank Vontobel	3
Ernst&Young	6	Sal. Oppenheim	2
Bank Sarasin	5	Merrill Lynch	2
Lombard Odier Darier Hentsch	5	Warburg Dillon Read	2
Arthur Andersen	4		

Tab. 7: Ersteller der Fairness Opinions

2.4.3.7.3 Offenlegungsanforderungen

Eine gesetzliche Regelung der Mindestanforderungen an den Inhalt einer Fairness Opinion im Zuge eines öffentlichen Übernahmeangebots gab es bis Ende 2008 nicht. Allerdings hat die Übernahmekommission im Jahr 2003 festgehalten, dass ab diesem Zeitpunkt nicht mehr nur die Nennung der Bewertungsgrundlagen und -methoden ausreichend ist, sondern dass die vom Ersteller der Fairness Opinion herangezogenen Grundlagen sowie die angewandten Parameter offen gelegt werden müssen. Konkret verlangte sie Angaben zu den

³⁶⁷ Bei der Allgemeinen Finanzgesellschaft übernahm die Arthur Andersen AG die drei Mandate, bei der Keramik Holding AG wurden diese von PricewaterhouseCoopers AG übernommen.

³⁶⁸ Vgl. WYSS(2006), S. 231.

Diskontierungszinssätzen, zu den Transaktionen, welche zu Vergleichszwecken herangezogen wurden, sowie zur historischen Kursbetrachtung.³⁶⁹ Es gibt allerdings Autoren, die sich gegen einen derart hohen Detaillierungsgrad aussprechen und eine reine Bestätigung der Angemessenheit für ausreichend erachten.³⁷⁰ Seit Anfang 2009 ist in Art. 30 Abs. 5 UEV gesetzlich festgelegt, dass die Bewertungsgrundlagen, die Bewertungsmethode sowie die angewandten Parameter offen zu legen sind. Nicht nur die Fairness Opinion, auch die Bewertungsgutachten für illiquide Titel müssen die für die Bewertung herangezogenen Parameter und deren Herleitung offen legen.³⁷¹ Die Offenlegungsanforderungen an Fairness Opinions können Tabelle 8 entnommen werden.

Offenlegungsanforderungen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewertungsmethoden: <ul style="list-style-type: none"> · DCF-Methode: Cash-Flow-Definition (z.B. Equity oder Entity Cash Flows), Planungszeitraum, Residualwertberechnung, einfache ewige Rente, Mehrstufenmodelle, Wachstumsrate, Diskontierungssatz (z.B. bei Verwendung des CAPM; Steuersatz, Fremd- und Eigenkapitalkosten) · Marktwertmethoden: Vergleichsunternehmen und Vergleichstransaktionen · Substanzwertmethode: Brutto- oder Nettobetrachtung, Angaben zur betrieblichen und nichtbetrieblichen Substanz, Bewertungsprämisse (z.B. Going Concern, Marktwert, Liquidationswert) · Ertragswertmethode: Prognose zukünftiger Gewinne (z.B. mittlerer Zukunftsgewinn oder detaillierte Planung, Wachstumsrate), Diskontierungssatz
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewertungsannahmen, z.B. Bewertungszeitpunkt
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Angewandte Parameter und deren Herleitung
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Verwendete Grundlagen und Informationen (z.B. Business-Pläne, öffentlich zugängliche Informationen, vorliegende Unternehmensbewertungen)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Allgemeine Punkte (z.B. absoluter Wert oder Bandbreite)

Tab. 8: Offenlegungsanforderungen der UEK (Quelle: SCHÖNEFELDER(2007), S. 25)

Die von 1998 bis 2003 veröffentlichten Fairness Opinions enthielten nur die Angabe darüber, mit welcher Methode (DCF, Multiple, Aktienkursanalyse usw.) der Ersteller der Fairness Opinion zur Einschätzung der Angemessenheit des Angebotspreises gekommen ist. Zahlenmäßige Angaben sucht man in diesen Fairness Opinions vergeblich. Die einzige Ausnahme bilden die im Angebotsprospekt der Société Internationale Pirelli SA (1998) abgedruckten Auszüge der Fairness Opinion, die den Unternehmenswert in einer Wertbandbreite angibt. Erst mit der Fairness Opinion der EIC Electricity SA (2003) vollzog sich die Wendung. In den Gutachten der Übernahmeangebote, die ab dem Jahr 2004 unterbreitet werden, können sich die Minderheitsaktionäre zumindest anhand der angegebenen Diskontierungssätze eine grobe Einschätzung zur Bewertung verschaffen. Wünschenswert

³⁶⁹ Vgl. Empfehlung EIC Electricity SA vom 21. August 2003, Erw. 9.3.

³⁷⁰ Vgl. ROMERIO(2005), S. 44, GLATTHAAR(2007), S. 241.

³⁷¹ Vgl. Empfehlung Gerolag vom 16. Januar 2004, Erw. 4.3.2.

wäre es allerdings, dass auch, wie in Deutschland üblich, die zu diskontierenden Cash Flows angegeben werden.

Diesem Wunsch nach größerer Informationsdichte einer Fairness Opinion könnte Art. 43 BEHG entgegenstehen, nach welchem es den Mitgliedern der Geschäftsleitung unter Strafe verboten ist, Geschäftsgeheimnisse publik zu machen. Dem kann aber entgegengehalten werden, dass bei Fusionen wesentlich detailliertere Angaben zu machen sind, und diese Unternehmen dadurch nicht fürchten müssen, von der Konkurrenz ausspioniert zu werden.³⁷² Der in Bewertungsberichten nach deutscher Gesetzgebung übliche Detaillierungsgrad geht weit über die in der Schweiz übliche Praxis hinaus. Dennoch müssen die beteiligten Firmen in Deutschland auf Grund der offen gelegten Informationen nicht um ihre Existenz fürchten. Gerade im Hinblick auf Interessenkonflikte sollten in der Fairness Opinion detaillierte Angaben gemacht werden, denn nur dann können die Aktionäre auch beurteilen, ob die Fairness Opinion ihrer Aufgabe gerecht wird.³⁷³ Die Forderung nach einer gekürzten Fairness Opinion ohne Angabe der Bewertungsparameter wegen der mangelnden Sachkenntnis der meisten Aktionäre³⁷⁴ muss zurückgewiesen werden.

Die Fairness Opinion muss nicht vollständig veröffentlicht werden, sondern es genügt auch eine Zusammenfassung. Allerdings ist den Interessenten der vollständige Text kostenlos zuzustellen, sofern sie dies verlangen.³⁷⁵

Von den 70 publizierten Fairness Opinions kamen nur in drei Fällen die Verfasser zu der Ansicht, dass der gebotene Kaufpreis nicht fair und angemessen ist. Von diesen drei Angeboten sind zwei feindlich eingeleitet worden. Eines ist als neutrales Angebot einzustufen, bei dem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft weder die Annahme noch die Ablehnung empfiehlt.³⁷⁶

2.4.3.7.4. Bewertungsmethoden

In der Regel bedient sich der Ersteller nicht einer einzigen Bewertungsmethode, um eine Einschätzung über die Angemessenheit des Preises zu treffen. Bei den zwischen 2003 und

³⁷² Vgl. Art. 14 FusG

³⁷³ Vgl. MARGIOTTA(2005), S. 171.

³⁷⁴ Vgl. ROMERIO(2005), S. 46, ROMERIO/GERHARD(2008), S. 198.

³⁷⁵ Vgl. Empfehlung Keramik Holding AG Laufen vom 1. November 1999, Erw. 6.3.

³⁷⁶ Feindliche Angebote: Saia Burgess (2005), Baumgartner (2008); neutrales Angebot: Pelikan (2005).

2008 publizierten 36 Fairness Opinions wurden im Durchschnitt vier Methoden gleichzeitig herangezogen.³⁷⁷

In den USA wurde in den M&A-Boomjahren 2005 und 2006 einer Untersuchung von SCHÖNEFELDER(2007) zufolge in 94 Prozent aller Fairness Opinions auf DCF-Verfahren und auf Trading Mutliples zurückgegriffen, gefolgt von Transaction Multiples (84%) und Premium Analysis (59%).³⁷⁸

In Tabelle 9 sind die bei den hier betrachteten Fairness Opinions am häufigsten verwendeten Methoden aufgeführt.

Bewertungsmethode	Anzahl
trading multiple	28
Discounted Cash Flow	26
Aktienkursanalyse	25
Transaction multiple	19
Net Asset Value (NAV)	9
Prämienanalyse ³⁷⁹	7

Tab. 9: Verwendete Bewertungsmethoden

Bei den hier betrachteten Fairness Opinions, bei denen der Ersteller auf die Discounted Cash Flow Methode zurückgreift, steht diese Analyse im Vordergrund und wird mit den übrigen verwendeten Methoden validiert. Aus diesem Grund wird im Folgenden auch primär auf diese Methode eingegangen.

2.4.3.7.5 Discounted Cash Flow Methode

Mit Hilfe der Discounted Cash Flow Methode (DCF) wird der Eigenkapitalwert des Unternehmens ermittelt. Dazu werden die zukünftig erwarteten Cash Flows auf den Bewertungszeitpunkt abdiskontiert. In allen Fairness Opinions, in denen diese Methode verwendet wird, wird als Kapitalisierungszins der Weighted Average Cost of Capital (WACC) berechnet.

³⁷⁷ Die vor 2004 publizierten Fairness Opinions werden - mit Ausnahme der im Fall der EIC Electricity SA publizierten FO - wegen ihres geringen Informationsgehalts bei den folgenden Betrachtungen nicht weiter berücksichtigt.

³⁷⁸ Vgl. SCHÖNEFELDER(2007), S. 118.

³⁷⁹ Bei dieser Analyse werden die bisher bei diversen vergleichbaren Transaktionen gezahlten Übernahmeprämien analysiert.

Die Rendite des WACC ergibt sich aus der Addition der jeweils kapitalgewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten und weist diejenige Rendite aus, die im Durchschnitt für das Gesamtkapital erwartet bzw. gefordert wird.³⁸⁰

$$r_{WACC} = k_{EK} \cdot \frac{EK}{K} + k_{FK} \cdot \frac{FK}{K}$$

mit: k_{FK} = Fremdkapitalkostensatz

k_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

FK = Fremdkapital

EK = Eigenkapital

K = Gesamtkapital

Dabei bezeichnet $\frac{EK}{K}$ die angestrebte optimale Eigenkapitalquote und $\frac{FK}{K}$ die angestrebte optimale Fremdkapitalquote des zu bewertenden Unternehmens.³⁸¹

Der Eigenkapitalkostensatz berechnet sich mit folgender Formel:

$$k_{EK} = i + \beta * MRP$$

mit: i = Basiszins

β = unternehmensspezifischer Beta – Faktor

MRP = Marktrisikoprämie

Der Fremdkapitalkostensatz bestimmt sich folgendermaßen:

$$k_{FK} = i + RP_{FK}$$

mit: RP_{FK} = Risikoprämie für das Fremdkapital

³⁸⁰ Vgl. VOLKART(2002), S. 149.

³⁸¹ Vgl. LODERER et.al. (2005), S. 649. Unterscheidet sich die aktuelle Kapitalstruktur des Unternehmens von der optimalen, dann gibt der aus dem WACC-Modell resultierende Wert an, wie viel das Unternehmen bei Einhaltung der optimalen Kapitalstruktur wert sein könnte.

Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass Fremdkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig sind, wird bei der Berechnung des WACC eine Steueradjustierung vorgenommen.

Die steueradjustierten durchschnittlichen Gesamtkapitalkosten ergeben sich dann wie folgt:³⁸²

$$r_{WACC_s} = \frac{k_{FK} \cdot (1 - s) \cdot FK + k_{EK} \cdot EK}{FK + EK}$$

mit: s = Gewinnsteuersatz

Da der aktuelle Wert des Eigenkapitals nicht bekannt ist, sondern mit Hilfe der Bewertung erst bestimmt werden soll, ist zur Berechnung des WACC die Bestimmung der Zielkapitalstruktur $\frac{FK}{EK}$ des Unternehmens notwendig.

Dieser Ansatz, nach der sich der Unternehmenswert auf Gesamkapitalebene durch Diskontierung des Freien Cash Flow mit dem WACC ergibt, wird zumeist mit der Begründung des größeren Informationsgehalts präferiert.³⁸³

Die Unterschiede zwischen den einzelnen Fairness Opinions, bei denen die DCF-Methode zur Anwendung kommt, sind teilweise beträchtlich. Dies zeigt sich bereits bei der Bestimmung der Planungsphase, innerhalb der die Cash Flows abzudiskontieren sind. Im Durchschnitt aller 26³⁸⁴ betrachteten Fairness Opinions von 2004 bis 2008 beträgt die Detailplanungsphase, innerhalb der die Cash Flows der einzelnen Jahre meist auf Basis von Business Plänen geschätzt werden, 7 Jahre. Insgesamt schwankte die Länge der Detailplanungsphase von 2 bis 55 Jahren.³⁸⁵

Der mit dem WACC errechnete Diskontierungszins beträgt im Durchschnitt 8,34 % und liegt in einer Spanne von 4,50% bis 11,40%.³⁸⁶ Beim Vergleich der Jahresdurchschnittswerte zeigt sich ein Anstieg des geschätzten WACC im Zeitablauf.

³⁸² Vgl. VOLKART(2002), S. 50.

³⁸³ Vgl. VOLKART(2002), S. 62, GANTENBEIN/GEHRIG(2007), S. 604.

³⁸⁴ Nur für diese Fairness Opinions wurden die Bewertungsparameter der DCF-Methode offen gelegt.

³⁸⁵ Eine Detailplanungsphase von nur 2 Jahren wurde im Fall der Mövenpick Holding (2007) gewählt, eine von 55 Jahren im Fall der Energie Simphon (2006).

³⁸⁶ Ein WACC von 4,5% wurde im Fall der Forbo Holding (2005) errechnet, ein WACC von 11,4% im Fall der Golay Buchel (2008). Bei der Forbo Holding sind die einzelnen Parameter, die in die Berechnung der WACC einfließen nicht wesentlich geringer als bei den übrigen Unternehmen. So wird in diesem Fall der Basiszins auf 2,9%, das Beta auf 0,8, die Marktrisikoprämie auf 3,9%, der Fremdkapitalkostensatz auf 4,5% (vor Steuern) und die Zielkapitalstruktur auf 50/50 festgesetzt. Dennoch errechnet die Bank Vontobel aus diesen Parametern einen Diskontierungssatz von 4,5%. Anzumerken sei in diesem Fall, dass das Angebot zunächst feindlich eingeleitet

Eigenkapitalkostensatz

Der dem WACC zugrunde liegende Eigenkapitalkostensatz liegt im Durchschnitt bei 9,84%, mit einem Minimalwert von 3% und einem Maximalwert von 20,01%.³⁸⁷

Wie bereits beschrieben, bestehen die Eigenkapitalkosten aus dem risikolosen Zins, dem unternehmensspezifischen Beta-Faktor und der Marktrisikoprämie.

Risikoloser Zinssatz

Die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes gestaltet sich auf Grund der Prämisse der Laufzeitäquivalenz schwierig. Aufgrund des Fortführungsprinzips geht man von einer unbegrenzten Lebensdauer für das Unternehmen aus.³⁸⁸ Die gleiche unendliche Laufzeit sollte auch die zum Vergleich herangezogene sichere Alternativanlage aufweisen. Für die Bestimmung des sicheren Zinses werden in der Regel Staatsanleihen verwendet, die allerdings keine unendliche Laufzeit aufweisen. Ein laufzeitäquivalenter Zins kann beispielsweise dann errechnet werden, wenn der für die im Anschluss an die Verzinsung der längstlaufenden Staatsanleihe geltende Zins geschätzt werden kann.³⁸⁹

Die Vorgehensweise bei den hier betrachteten Fairness Opinions ist allerdings äußerst unterschiedlich. Tabelle 10 zeigt die für die Ermittlung des Basiszinssatzes verwendeten Daten.³⁹⁰

Datengrundlage	Anzahl	Datengrundlage	Anzahl
10-jährige Staatsanleihen	2	30-jährige Staatsanleihen	11
15-jährige Staatsanleihen	2	langfristige Staatsanleihen	3
20-jährige Staatsanleihen	2	15-jährige Staatsanleihen +Aufschlag	1
25-jährige Staatsanleihen	1	30-jährige Staatsanleihen +Aufschlag	3

Tab. 10: Datengrundlage für die Berechnung des Basiszinsses

wurde und erst im späteren Verlauf vom Verwaltungsrat empfohlen wurde. Es hat also den Anschein, dass hier ein möglichst hoher Unternehmenswert ermittelt werden sollte, der die am Anfang ablehnende Haltung des Verwaltungsrats begründet.

Im Fall der Golay Buchel dagegen wird mit einer Marktrisikoprämie von 8,73 % gerechnet, die damit begründet wird, dass das Unternehmen einen großen Teil seiner Umsätze in Japan erzielt, und deshalb einem höheren Risiko ausgesetzt ist. Zur Herleitung des Betas wurde eine Peer-Group aus den weltweit größten Luxusgüterkonzernen herangezogen, womit ein Wert von 1,76 für das Beta resultierte. Gleichzeitig erfolgt dann aber noch ein Größenzuschlag für kleinere und mittlere Unternehmen von 2,56%. Der risikofreie Zins ist in 2,1% dann aber niedriger angesetzt als bei den übrigen Fairness Opinions, die im gleichen Jahr erstellt wurden.

³⁸⁷ Der Minimalwert zeigt sich im Fall der Forbo Holding (2005), der Maximalwert im Fall der Golay Buchel (2008).

³⁸⁸ Vgl. stellvertretend HEUSINGER VON WALDEGGE(2009), S. 77ff. In Deutschland findet diese Prämisse ihren Niederschlag in § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB.

³⁸⁹ Vgl. WENGER(2003), S. 484.

³⁹⁰ Im Fall der Speedel Holding AG (2008) wurde keine Angabe zur verwendeten Datengrundlage gemacht.

Wie in Tabelle 10 ersichtlich, wird nur bei vier Angeboten versucht, einen laufzeit-äquivalenten Basiszins zu ermitteln, indem zur 15- bzw. 30-jährigen Staatsanleihe ein Aufschlag für die zukünftige Zinsentwicklung hinzuaddiert wird.³⁹¹ Der Aufschlag wurde mit der Zinsentwicklung in der Vergangenheit begründet, und damit, dass das Zinsniveau über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten deutlich über 4% lag. Der risikofreie Zins wurde in den hier betrachteten vier Fällen jeweils auf 4% festgelegt, womit Zuschläge zwischen 0,6 und 1,5 Prozentpunkten resultieren.³⁹²

Doch auch in den Fällen, in denen auf die Rendite 30-jähriger Bundesobligationen verwiesen wird, kommt es teilweise zu einer willkürlichen Festsetzung des sicheren Zinssatzes. Die Bank Vontobel legte im Gutachten für den Verwaltungsrat der Aletsch AG (2004) einen Basiszins von 4,5% mit Verweis auf 30-jährige Bundesobligationen fest, obwohl die zu 2033 fällige Anleihe eine Rendite von 3,5% aufwies.³⁹³

Bei der Festlegung des risikofreien Zinses gibt es ferner auch große Unterschiede bei denjenigen Fairness Opinions, die von ein und demselben Ersteller angefertigt wurden. Einzig die Bank Sarasin verwendet in allen von ihr erstellten Fairness Opinions den gleichen Basiszins von 4 Prozent. Beispielsweise unterscheiden sich die Basiszinssätze in den beiden von Lombard Odier Darier Hentsch im Abstand von nur 7 Monaten erstellten Fairness Opinions um 0,8 Prozentpunkte. Bei den von der Bank Vontobel in einem Abstand von 10 Monaten erstellten Fairness Opinions beträgt die Differenz sogar 1,6 Prozentpunkte. Die größten Unterschiede zeigen sich allerdings bei den insgesamt neun von PwC erstellten Fairness Opinions, bei denen der Basiszins zwischen 2,55% und 4,5% liegt.

Im Durchschnitt aller betrachteten Fairness Opinions liegt der Basiszins bei 3,51% mit einem Maximalwert von 4,8% und einem Minimalwert von 2,1%.³⁹⁴ Allerdings darf dabei nicht verschwiegen werden, dass die Zinssätze teilweise nicht nur mit Hilfe von Schweizer Bundesobligationen, sondern auch auf Grundlage ausländischer Staatsanleihen berechnet wurden, um der globalen Tätigkeit einiger Unternehmen Rechnung zu tragen. Werden nur die mit Hilfe von Schweizer Bundesobligationen ermittelten Basiszinssätze berücksichtigt, liegt

³⁹¹ Alle diese Fairness Opinions wurden von der Bank Sarasin erstellt.

³⁹² Im Fall der Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005) lag der Zinssatz von 30-jährigen Bundesobligationen bei 2,5%, im Fall der Amazys Holding AG (2006) bei 2,5% und im Fall der SEZ Holding AG (2008) bei 3,2%. Im Fall der Hiestand Holding AG (2008) lag die Rendite 15-jähriger Bundesobligationen bei 3,4%.

³⁹³ Vgl. WENGER(2004), S. 22.

³⁹⁴ Der Maximalwert zeigt sich im Fall der Serono AG (2007), der Minimalwert im Fall der Golay Buchel AG (2008).

der Durchschnittswert bei 3,25%, mit einem Maximalwert von 4,5% und einem Minimalwert von 2,3%.³⁹⁵

Beta-Faktor

Der Beta-Faktor wurde in 24 Fällen anhand einer Gruppe von Vergleichsunternehmen abgeleitet, in einem Fall (Aletsch AG (2004)) wurde zum historischen Beta des Unternehmens ein Aufschlag auf Grund des zunehmenden Risikos hinzuaddiert und in einem weiteren Fall (Serono AG (2007)) wurde der Beta-Faktor gegenüber dem Schweizer Marktindex prognostiziert.³⁹⁶ Den Beta-Faktor anhand einer Peer-Group abzuleiten, führt in vielen Fällen allerdings zu einer Überschätzung des Risikos.³⁹⁷

Marktrisikoprämie

Neben der Ermittlung des Basiszinssatzes gibt es auch bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie große Unterschiede bei den betrachteten Fairness Opinions. Im Durchschnitt liegt die Marktrisikoprämie bei 5,13%, mit einer Spannweite von 3,9% bis 8,73%.³⁹⁸ Insgesamt zeigt sich ein Anstieg der unterstellten Marktrisikoprämie im Zeitablauf. In vier Fällen kommt es wegen länderspezifischer Risiken zu Zuschlägen.³⁹⁹ In 20 der betrachteten 26 Fälle verweisen die Ersteller der Fairness Opinions auf die Studien von Pictet, um die ermittelte Marktrisikoprämie zu begründen. Im Einzelnen wurde auf die Studien von Pictet aus den Jahren 2004 bis 2008 verwiesen, die laut Angabe der Ersteller der Fairness Opinion alle zu dem Ergebnis gekommen sind, dass die durchschnittliche Aktienrendite in der Schweiz seit 1926 bei 8-10% liegt.⁴⁰⁰ In den meisten Fällen wird die Risikoprämie deshalb auf 5% festgelegt. Fälschlicherweise wird dabei oft ein Vergleich von Aktienperformance und Zinsniveau vorgenommen und nicht wie richtigerweise erforderlich der Vergleich eines durch

³⁹⁵ Der Basiszins wurde im Fall der Swiss International Air Lines (2005) auf 2,3% festgelegt, im Fall der Aletsch AG (2004) auf 4,5%. SIEGRIST/RAUSCHENBERGER(2003) schlagen für die Schweiz einen risikofreien Zinssatz von ca. 3,0% vor, vgl. SIEGRIST/RAUSCHENBERGER(2003), S. 195.

³⁹⁶ Wie diese Prognose vonstatten ging, wird in der Fairness Opinion nicht erläutert; es erfolgt lediglich ein Hinweis auf Barra International als Quelle.

³⁹⁷ Vgl. KNOLL(2008), S. 13f.

³⁹⁸ Die 3,9% wurden für folgende Fälle unterstellt: Bon appétit Group AG (2004), Büro Furrer (2005), Forbo (2005), Leica Geosystems Holdings (2005). Eine Marktrisikoprämie von 8,73% wurde im Fall der Golay Buchel (2008) ermittelt, wobei diese die Risiken auf dem japanischen Markt mit berücksichtigen soll.

³⁹⁹ Mövenpick (2007), Baumgartner (2008), Ciba (2008) und Golay Buchel (2008).

⁴⁰⁰ Die Studie aus dem Jahr 2010 weist für den Zeitraum von 1926 bis 2009 eine nominale Rendite für Aktien von 9,77% und Obligationen von 4,53% auf. Die reale Rendite liegt für Aktien bei 7,43%, bei Obligationen bei 2,34%.

einen Aktienindex definierten Aktienportfolios mit der Performance eines Portfolios, welches aus längstlaufenden Bundesobligationen besteht.⁴⁰¹

Jedoch zeigen sich beispielsweise bei den von PwC erstellten Fairness Opinions Unterschiede in der Höhe der Marktrisikoprämie, obwohl jeweils auf besagte Studie von Pictet verwiesen wird. In 7 von 9 Gutachten wird die Marktrisikoprämie auf 5% festgelegt, bei einem Gutachten liegt sie bei 4,77%, bei einem weiteren bei 4,8%. Laut SIEGRIST/RAUSCHENBERGER(2003) lässt sich zwischen 1926 und 2000 eine Marktrisikoprämie von 4,22% ermitteln. Im Zeitraum zwischen 1996 und 2000 liegt sie sogar bei 17,57%.⁴⁰² KNOLL/WENGER(2008) dagegen sprechen sich für die Zukunft gegen eine Marktrisikoprämie aus, die über 2% liegt.⁴⁰³

Wachstumsfaktor

Der für die Bestimmung des Unternehmenswertes in der Fortführungsperiode notwendige Wachstumsfaktor steigt zwar im Zeitablauf tendenziell an, ist aber mit durchschnittlich 1,26%⁴⁰⁴ relativ gering bemessen. Bei der in vielen Fairness Opinions angegebenen Schätzung für die Inflationsrate von 1,25% bedeutet ein Wachstumsfaktor von 1,26%, dass das Unternehmen real nicht bzw. nur in vernachlässigbarem Ausmaß wächst. Ein Wachstumsfaktor, der unterhalb der Inflationsrate liegt, deutet also auf eine reale Schrumpfung der Erträge in der Fortführungsperiode hin.

Zuschlag auf den Eigenkapitalkostensatz

In 12 Fällen wurde ein zusätzlicher Zuschlag auf den Eigenkapitalkostensatz festgelegt, der in neun Fällen eine Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen und in drei Fällen eine Prämie für illiquide Aktien darstellt. Die Prämie für mittlere und kleine Unternehmen liegt zwischen 2 Prozentpunkten und 2,76 Prozentpunkten. CHERIDITO/SCHNELLER(2008) empfehlen für den Schweizer Kapitalmarkt ein Small Cap Premium in der Bandbreite zwischen 0% und 4%.⁴⁰⁵ HACKSPIEL(2010) zufolge sind Prämien für kleinere und mittlere Unternehmen in

⁴⁰¹ Vgl. WENGER(2004), S. 22.

⁴⁰² Vgl. SIEGRIST/RAUSCHENBERGER(2003), S. 196.

⁴⁰³ Vgl. KNOLL/WENGER(2008), S. 660.

⁴⁰⁴ Die Ausreißer Amazys (2005) und Hiestand (2008) wurden dabei ausgeklammert.

⁴⁰⁵ Vgl. CHERIDITO/SCHNELLER(2008), S. 421.

diesem Zusammenhang „vertretbar“ und in der Höhe „vom subjektiven Empfinden des Bewerter abhängig“. ⁴⁰⁶

Der Zuschlag auf den Eigenkapitalkostensatz bei illiquiden Aktien wurde in einem Fall auf 4 Prozentpunkte festgelegt, und in zwei Fällen auf 35 Prozentpunkte der „Basis“-Eigenkapitalkosten. Der Abschlag auf das Eigenkapital für diese Unternehmen wird mit einer geringeren Liquidität und einem größeren Konkursrisiko begründet. ⁴⁰⁷

Die recht hohe Prämie der beiden letztgenannten Fälle ⁴⁰⁸ bezieht sich laut Lombard Odier Darier Hentsch, dem Ersteller dieser beiden Fairness Opinions, auf eine Studie von KOEPLIN/SARIN/SHAPIRO(2000). Diese Untersuchung bezieht sich jedoch nicht auf kotierte Unternehmen, während die Aktien der Bon appétit Group AG sowie die der Büro Furrer kotiert sind. Bei dem von BDO bei der Erstellung der Fairness Opinion für die Pelikan Holding (2005) gewählten Illiquiditätszuschlag von 4% wird ebenfalls auf die eben erwähnte Studie verwiesen. Ein Aufschlag auf die Kapitalkosten bei beschränkter Liquidität des Unternehmens sollte nach Ansicht von LODERER et.al. (2005) 26 Prozent betragen. ⁴⁰⁹

Diverse US-amerikanische Studien kommen zu dem Schluss, dass sich der Preisabschlag für illiquide Titel gegenüber liquiden Titeln in einer Bandbreite von 25% bis 65% bewegen sollte. Jedoch ist dabei die individuelle Situation der betrachteten Gesellschaft ausschlaggebend. ⁴¹⁰

Bezüglich der Zuschläge lassen die Gutachter eine gewisse Inkonsistenz erkennen. Auf der einen Seite werden die für die Diskontierung verwendeten Betas anhand einer Peer-Group ermittelt, die die weltweit größten kotierten Unternehmen in der betrachteten Branche enthält. Dies führt zu einer Überschätzung der jeweiligen Betas. Auf der anderen Seite werden dann aber im weiteren Verlauf nicht die Verhältnisse von Großunternehmen unterstellt, bei denen ein Small Cap Premium per Definition ausgeschlossen ist. Vielmehr wird der ohnehin schon zu hoch angesetzte Kalkulationszinsfuß um diesen Zuschlag noch weiter erhöht.

⁴⁰⁶ HACKSPIEL(2010), S. 136.

⁴⁰⁷ Vgl. LODERER et. al. (2005), S. 686ff. Es wird empfohlen, einen Abschlag, der sich auf das Eigenkapital bezieht, vorzunehmen, welcher sich aus folgender Formel ergibt, in die die Marktkapitalisierung des zu bewertenden Unternehmens ($MK_{\text{Unternehmen}}$) und die Marktkapitalisierung eines Vergleichsunternehmens ($MK_{\text{Benchmark}}$) einfließen: $1 - \exp[0,066 \cdot (\ln MK_{\text{Unternehmen}} - \ln MK_{\text{Benchmark}})]$. Aufgrund der eingeschränkten Handelbarkeit soll der Buchwert des Eigenkapitals in die Gleichung eingesetzt werden. Da es daneben einen Spielraum bei der Auswahl des Vergleichsunternehmens gibt, scheint ein derartiger KMU-Abschlag wenig geeignet.

⁴⁰⁸ Bon appétit Group AG (2004) und Büro Furrer AG (2005).

⁴⁰⁹ Vgl. LODERER et. al. (2005), S. 1017f. Dieser Abschlag errechnet sich unter Einbeziehung der Bid-Ask-Spreads sowie der Marktkapitalisierung der in die Studie einbezogenen Unternehmen. Bei dieser Studie berechneten die Autoren selbst für die Gruppe der größten Unternehmen mit einer Median-Börsenkapitalisierung von 12.059 Mio. CHF noch ein Liquiditätsabschlag von 1,9%.

⁴¹⁰ Vgl. WEAVER(1998).

Generell ist die Verwendung eines Small Cap Premium im Rahmen des Capital Asset Pricing Models (CAPM) falsch, da es sich beim CAPM um ein 1-Faktor-Modell handelt. So hat sich bei Verwendung der Arbitrage Pricing Theorie (APT), die zeitweise als Konkurrent des CAPM galt, gezeigt, dass es bei Verwendung mehrerer Erklärungsfaktoren zu Inkonsistenzen kommt⁴¹¹ Neben der aus theoretischer Sicht unrechtmäßigen Verwendung eines Zuschlags auf den Eigenkapitalkostensatz ist dieser auch aus empirischer Sicht nicht haltbar. Für den deutschsprachigen Raum sind einer Studie von BEATGE et. al. (2010) zufolge „Size Premium“ empirisch weder für große noch für kleine Unternehmen gerechtfertigt.

Die Zuschläge der hier betrachteten Fairness Opinions wurden zumeist mit einer US-amerikanischen Studie von Ibbotson Associates begründet. Doch auch für den amerikanischen Sprachraum sind derartige Zuschläge empirisch nicht fundiert.⁴¹²

In Tabelle 11 sind die Jahresdurchschnittswerte der Bewertungsparameter sowie die gesamten Durchschnittswerte für alle betrachteten Fairness Opinions nachlesbar.

Jahr	WACC	k_{EK}	k_{FK}	Basiszins	MRP	Wachstumsfaktor	MRP real ⁴¹³	\bar{i}_{30} ⁴¹⁴
2004	7,70%	9,19%	3,15%	4,00%	4,85%	0,50%	3,31%	3,61%
2005	7,65%	9,02%	3,91%	3,37%	4,51%	0,95%	3,58%	2,78%
2006	8,38%	9,85%	3,32%	3,51%	4,95%	1,33%	3,79%	2,74%
2007	8,46%	9,52%	3,45%	3,33%	5,39%	1,55%	3,74%	3,09%
2008	9,09%	11,08%	4,04%	3,64%	5,76%	1,54%	3,07%	3,32%
Gesamt	8,34%	9,84%	3,68%	3,51%	5,13%	1,26%		

Tab. 11: Durchschnittswerte der Bewertungsparameter beim DCF-Verfahren⁴¹⁵

Beim Blick auf die tatsächlich zu beobachtende Marktrisikoprämie, die von Pictet & Cie veröffentlicht wird, zeigt sich, dass der Anstieg der Marktrisikoprämie im Zeitablauf, wie er von den Erstellern der hier untersuchten Fairness Opinions praktiziert wird, nicht gerechtfertigt wird. Aus Tabelle 11 wird ersichtlich, dass die Marktrisikoprämie im Jahr 2008, also am Ende des Untersuchungszeitraums 3,07% beträgt, wohingegen in diesem Jahr in den

⁴¹¹ Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER(1997), S. 644f.

⁴¹² Vgl. DIMSON/MARSH/STAUNTON(2002), S. 124ff.

⁴¹³ Reale zu beobachtende Marktrisikoprämie. Quelle: PICTET & CIE (2010), Beobachtungszeitraum seit 1926 bis zum jeweils betrachteten Jahr. Anzumerken ist allerdings, dass der zugrunde liegende Anleiheindex nicht nur Bundesobligationen enthält, sondern auch Frankenanleihen von risikobehafteten Emittenten.

⁴¹⁴ Jahresdurchschnittszins für 30-jährige Anleihen der Eidgenossenschaft; Quelle: Schweizerische Nationalbank.

⁴¹⁵ Für die hier auswertbaren 26 Fälle.

Fairness Opinions mit einer Marktrisikoprämie von durchschnittlich 5,76% gerechnet wird. Dies hat eine erhebliche Verzerrung des Unternehmenswertes nach unten zur Folge.

Die Zinsentwicklung nach 2008 hat gezeigt, dass der Basiszins weiter nach unten zu korrigieren ist, denn der Jahresdurchschnittswert der 30-jährigen Anleihen der Eidgenossenschaft sind im Zeitablauf gefallen. Der Jahresdurchschnittswert für 2012 beträgt nur noch 1,18%.

Insgesamt zeigt sich, dass sich bisher kein einheitlicher Standard bei der Ermittlung der zugrunde gelegten Parameter entwickelt hat, was dem Ersteller der Fairness Opinion eine gewisse Willkür bei der Ermittlung der Bewertungsparameter in die Hand gibt.

2.4.3.7.6 Trading und transaction Multiples

Neben der DCF-Methode kommen in erster Linie auch Marktwertmethoden zur Anwendung. Zu diesen Verfahren zählen trading Multiples und/oder transaction Multiples.

In die trading Multiples fließen die Börsenkurse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen und in die transaction Multiples die Preise vergleichbarer Transaktionen ein.⁴¹⁶

Die Anwendung der Multiple-Methoden erfolgt nach folgender Formel:⁴¹⁷

$$EV = \frac{BV_{Peer\ group}}{RV_{Peer\ group}} \cdot RV_{Enterprise}$$

mit:

- EV = Enterprise Value
- $BV_{Peer\ group}$ = Basis Value der Vergleichsunternehmen
- $RV_{Peer\ group}$ = Referenzwert der Vergleichsgruppe
- $RV_{Enterprise}$ = Referenzwert des Zielunternehmens

Die Ergebnisse unterscheiden sich dabei im Hinblick auf die gewählte Erfolgskennzahl. In der Regel wird nicht nur auf eine einzige Erfolgskennzahl abgestellt, sondern durchschnittlich auf drei Kennzahlen. In 26 Fällen wird der EBITDA, in 22 Fällen der EBIT, in 19 Fällen der Umsatz und bei 12 Fällen Price/Earnings-Ratio als Erfolgskennzahl verwendet. Einer Untersuchung von LIU/NISSIM/THOMAS(2002) zufolge liefern aber gerade die P/E-

⁴¹⁶ Vgl. SIEGRIST/RAUSCHENBERGER(2003), S. 197.

⁴¹⁷ Vgl. GANTENBEIN/GEHRIG(2007), S. 604.

Multiples den besten Erklärungsgehalt, wohingegen die Umsatz-Multiples am wenigsten geeignet sind, den Unternehmenswert abzuleiten.⁴¹⁸

Die Multiplikatoren-Methoden beinhalten in aller Regel erheblich größere Bewertungsfehler als die DCF-Methode, weshalb sie lediglich als Vergleich zusätzlich zur DCF-Methode dienen können.⁴¹⁹

2.4.3.7.7 Net Asset Value

Bei Investment- und Immobiliengesellschaften führt eine Bewertung mit dem DCF-Modell nach Aussage der Ersteller der Fairness Opinions nicht zum gewünschten Ergebnis. Vielmehr ist in diesen Fällen der Rückgriff auf den Net Asset Value (NAV) zielführend.⁴²⁰ Der Net Asset Value, also der Nettoinventarwert errechnet sich aus dem Marktwert des Immobilienvermögens zuzüglich sonstiger Vermögensgegenstände und abzüglich der Verbindlichkeiten.⁴²¹ Der going concern value des Unternehmens findet dabei allerdings keine Berücksichtigung.⁴²²

Unter Voraussetzung eines effizienten Marktes müsste sich der Aktienkurs um den NAV herum einpendeln, da dieser als Wertuntergrenze für den Unternehmenswert angesehen werden sollte.⁴²³ Die Praxis zeigt jedoch, dass die meisten Unternehmen mit einem Abschlag, einige wenige mit einem Aufschlag auf den NAV gehandelt werden.⁴²⁴ Diese Abweichungen können nicht nur durch Marktineffizienzen begründet sein, sondern auch durch die im NAV vernachlässigten zukünftigen Wertsteigerungspotentiale bzw. durch die latente Steuerlast, die bei einer Liquidation zum Tragen kommt, verursacht werden.

Bei zwei von 2003 bis 2008 veröffentlichten Fairness Opinions wurde neben der NAV-Analyse zusätzlich eine Aktienkursanalyse und in einem Fall zusätzlich die Analyse von trading multiples durchgeführt.⁴²⁵

Im Rahmen der in den Fairness Opinions durchgeführten NAV-Analyse wird zunächst ein Discount-Vergleich vorgenommen, bei dem der Abschlag zum NAV, bezogen auf den Aktienkurs, dem Abschlag einer vergleichbaren Gruppe von Unternehmen gegenübergestellt

⁴¹⁸ Vgl. LIU/NISSIM/THOMAS(2002), S. 162. Zum gleichen Ergebnis kommen auch LIE/LIE(2002), S. 47.

⁴¹⁹ Vgl. LODERER et. al. (2005), S. 759ff., SCHÖNEFELDER(2007), S. 54.

⁴²⁰ Für eine kritische Auseinandersetzung mit der NAV-Methode vgl. SCHULTE/MATZEN(2003).

⁴²¹ Vgl. KLOSE(2009), S. 199.

⁴²² WEISS(2003), S. 73.

⁴²³ SCHREIER(2002), S. 264 und 278.

⁴²⁴ Vgl. REHKUGLER(2003), S. 20.

⁴²⁵ Aktienkursanalyse: Absolute Managers AG (2006), Acorn Alternative Strategies AG (2006); trading multiples: Maag Holding AG (2005).

wird. Im Anschluss daran wird der Abschlag auf den NAV, bezogen auf den Angebotspreis, ausgewiesen. In den Fairness Opinions ab dem Jahr 2006 wird zusätzlich der NAV-Abschlag vergleichbarer Transaktionen herangezogen.

Der durchschnittliche Abschlag auf den NAV, bezogen auf den Angebotspreis, liegt im Durchschnitt für die neun veröffentlichten Fairness Opinions mit NAV-Analyse bei 11,70%. Der größte Abschlag in Höhe von 35,70% zeigt sich bei der Maag Holding AG (2005), der geringste Abschlag in Höhe von 3,4% bei der Acorn Alternative Strategies AG (2006).⁴²⁶ In Abbildung 10 sind die jeweiligen Abschläge dargestellt.

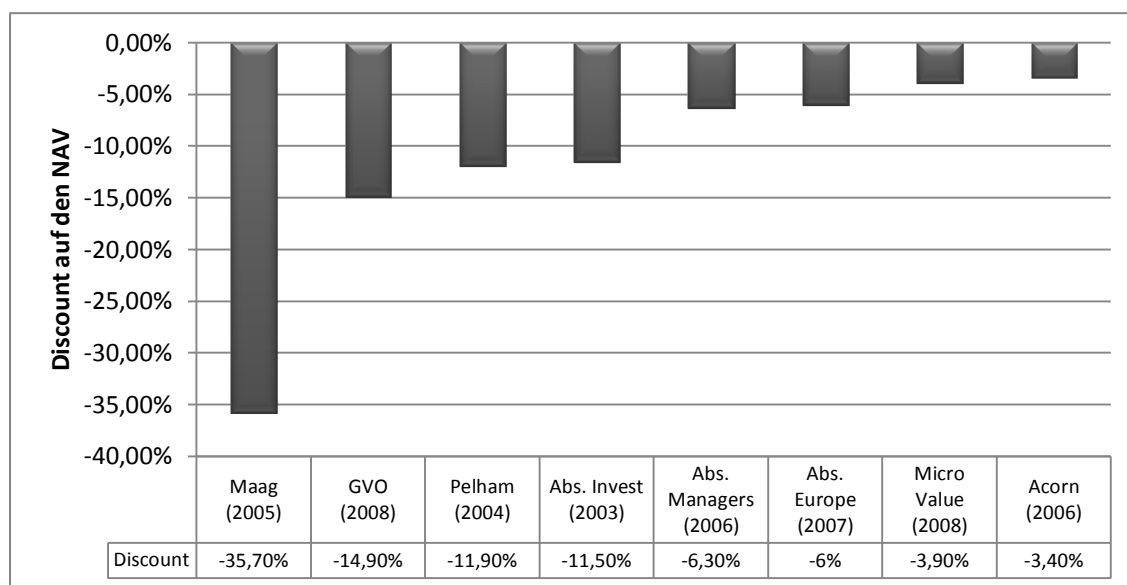


Abb. 10: Discount auf den NAV, bezogen auf den Angebotspreis

2.4.3.7.8 Abweichung des Unternehmenswerts vom Angebotspreis

Eine Fairness Opinion gibt in der Regel nicht einen konkreten Wert an, wie man das aus deutschen Wirtschaftsprüfergutachten kennt⁴²⁷, sondern eine Bandbreite, innerhalb der sich der wirkliche Wert des Unternehmens befindet. Somit handelt es sich bei dem in der Fairness Opinion angegebenen Wert nicht um einen objektiven und genauen Wert.⁴²⁸ Einzig bei der Übernahme der Aletsch AG im Jahr 2004 gab der Gutachter einen mit dem DCF-Modell errechneten „exakten“ Unternehmenswert an.

⁴²⁶ Im Fall der Clair Finanz Holding (2004) wurden keine zahlenmäßigen Angaben gemacht. Bei diesem Angebot handelt es sich um einen Spezialfall, denn die Clair Finanz Holding entstand durch Abspaltung des Immobilienbereichs von der Mövenpick Holding und war nie börsenkotiert. In der Fairness Opinion erwähnt der Ersteller lediglich, dass der Angebotspreis in jedem Fall eine Prämie und somit keinen Abschlag enthält.

⁴²⁷ Vgl. SCHIESSL(2003), S. 820ff.

⁴²⁸ Vgl. BINDER(2006), S. 131. Der Begriff „Fairness“ soll schon darauf hindeuten, dass es sich um eine Einschätzung handelt.

Die Spannweite zwischen Wertober- und Wertuntergrenze des Unternehmenswertes ist bei der Aktienkursanalyse mit durchschnittlich 54,90% am größten.⁴²⁹ Im Vergleich dazu liegt die Spannweite bei der DCF-Methode bei 18,19%, bei der Bewertung mit Hilfe von Multiples⁴³⁰ bei 27,38% und bei der Prämienanalyse bei 29,61%. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft ist die Abweichung des Angebotspreises vom Unternehmenswert entscheidend. In Abbildung 10 sind die durchschnittlichen Abweichungen des Angebotspreises für die verschiedenen Bewertungsmethoden dargestellt.

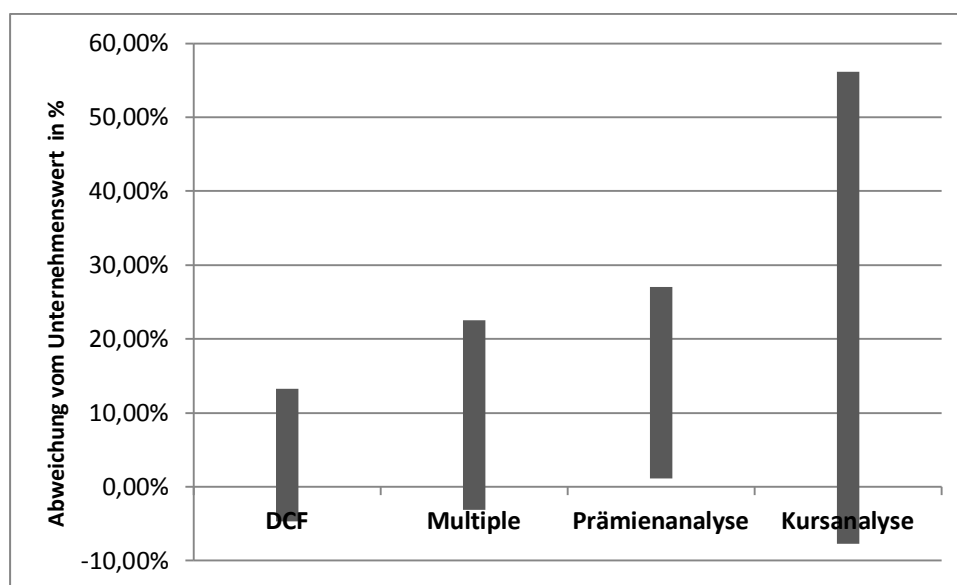


Abb. 11: Prozentuale durchschnittliche Abweichung des Angebotspreises vom Unternehmenswert

Abbildung 10 zeigt, dass unabhängig von der betrachteten Bewertungsmethode der Angebotspreis im Durchschnitt über der Untergrenze der angegebenen Spanne für den Unternehmenswert liegt. Mit Ausnahme der Prämienanalyse liegt aber die Wertobergrenze des Unternehmenswerts im Durchschnitt unter dem Angebotspreis.

Bei Betrachtung der einzelnen Gesellschaften liegt der Angebotspreis in den meisten Fällen innerhalb der Spannweite, die für den Unternehmenswert angegeben wird. In Tabelle 12

⁴²⁹ In der folgenden Analyse ist das Angebot für die Swiss International Air Lines (2005) nicht enthalten, da es sich bei diesem Unternehmen um einen Sanierungsfall handelt, bei dem der Unternehmenswert negativ ist. Eine Berücksichtigung dieses Falls würde zu einer Verzerrung der Ergebnisse führen.

⁴³⁰ In einigen Prospekten ist für trading und transaction multiples nur eine gemeinsame Wertbandbreite angegeben. Aus diesem Grund wurden diese beiden Untersuchungen hier zusammengefasst. Für diejenigen Gutachten, bei denen für beide Methoden die Wertbandbreite angegeben ist, wird hier die Bandbreite für transaction multiples berücksichtigt, da hier Aussagen zum Kontrollwert gemacht werden und dagegen bei trading multiples die Vergleichbarkeit mit dem Angebotspreis wegen der fehlenden Kontrollprämie eingeschränkt ist. Der Höchstwert sollte nicht weit über dem Angebotspreis liegen. Vgl. dazu SCHÖNEFELDER(2007), S. 158.

findet sich eine Übersicht über die Anzahl der Angebote, deren Preis jeweils entweder innerhalb, oberhalb oder unterhalb der errechneten Bewertungsspanne bei Zugrundelegung der unterschiedlichen Bewertungsmethoden liegt.

	Angebotspreis > Wertobergrenze	Angebotspreis < Wertuntergrenze	Angebotspreis in der Spanne
DCF-Methode	10	3	13
Multiple	5	1	10
Prämienanalyse	2	0	2
Aktienkursanalyse	1	1	1

Tab. 12: Verteilung der Angebotspreise im Hinblick auf die errechnete Spanne des Unternehmenswertes

Wird nun der Aktienkurs der Zielgesellschaft vom Ankündigungstag bis einschließlich zum letzten Tag der Nachfrist mit dem Angebotspreis verglichen, zeigt sich für die drei Unternehmen ein uneinheitliches Bild, bei denen bei Zugrundelegung der DCF-Methode der Angebotspreis kleiner als die vom Ersteller der Fairness Opinion errechnete Unternehmenswertspanne ist. Bei der Pelikan Holding (2005) liegt der Kurs im betrachteten Zeitfenster über dem Angebotspreis, bei der Ciba Holding (2008) darunter und bei der Baumgartner Papiere Holding AG (2008) teilweise über dem Kurs, und teilweise entsprechen sich Aktienkurs und Angebotspreis annähernd.

Ob der Eindruck, dass die Bewertung keinen großen Einfluss auf den Kurs der Zielgesellschaft ausübt, täuscht, wird im empirischen Teil dieser Arbeit noch näher zu untersuchen sein.⁴³¹

Nicht nur die Berechnung des wahren Werts der Aktien, sondern auch die Definition des „fairen Preises“ birgt einen enormen Ermessensspielraum für den Ersteller der Fairness Opinion. Der faire Preis könnte sich zum einen als der höchste Preis ergeben, der bei einer Unternehmensauktion erzielt werden könnte, oder er könnte sich aus einer stand-alone-Bewertung des Unternehmens ergeben.⁴³² Daneben gibt es eine Fülle weiterer Möglichkeiten zur Bewertung. Sollte sich der Angebotspreis im Nachhinein als unangemessen herausstellen, und hat der Ersteller der Fairness Opinion diesen als fair und angemessen ausgewiesen, so kann er für den den Aktionären entstandenen Schaden zur Verantwortung gezogen werden, sofern er nicht nachweisen kann, dass er auf Basis des damaligen Kenntnisstands nach bestem Wissen und Gewissen gearbeitet hat.⁴³³ Der Ersteller kann diese Gefahr mit Hilfe des

⁴³¹ Vgl. Kapitel 5.3.3.

⁴³² Vgl. BEBCHUK/KAHAN(1989), S. 31.

⁴³³ Vgl. VON DER CRONE(2005), S. 4f.

sogenannten „Disclaimer“ umgehen, in welchem er festhält, dass aufgrund gewisser Unsicherheiten die Prognosewerte für Schwankungen anfällig sind.

2.4.3.7.9 Bewertungsbericht

Im Gegensatz zur Fairness Opinion werden in den meisten Bewertungsberichten keine Wertbandbreiten für den Unternehmenswert angegeben, sondern ein exakter Wert. Von 1998 bis 2008 konnten insgesamt 15 Bewertungsberichte analysiert werden, von denen sich neun mit der Bewertung illiquider Aktien im Hinblick auf den Mindestpreis und sechs mit der Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel befassen. Die Vorgehensweise bei der Bewertung im Rahmen eines Bewertungsberichts entspricht im Grunde der Vorgehensweise der Bewertung im Rahmen einer Fairness Opinion.

Von den neun Berichten, die zur Überprüfung der Einhaltung der Mindestpreisvorschriften angefertigt wurden, wird in drei⁴³⁴ Fällen der errechnete Unternehmenswert als Angebotspreis offeriert, bei den übrigen Angeboten liegt der Angebotspreis über dem errechneten Unternehmenswert.

Als Bewertungsmethoden kommen in erster Linie die DCF-Methode sowie die Analyse des NAV zur Anwendung.

Auch beim Zuschlag auf die Eigenkapitalkosten gibt es in den insgesamt sechs Berichten, die die DCF-Methode anwenden, keine einheitliche Vorgehensweise. In drei Fällen errechnet sich der Zuschlag aus einem Zuschlag auf Grund unternehmensspezifischen Risikos zuzüglich eines Illiquiditätszuschlags.⁴³⁵ Bei zwei weiteren Fällen wird, wie schon bei einigen Fairness Opinions üblich, ein Zuschlag für tiefer kapitalisierte Unternehmen auf die Eigenkapitalkosten vorgenommen, der im Fall der Henniez (2007) bei 5% und im Fall der Hiestand (2008) bei 2% liegt.

Im Fall der Société Montreux-Palace (2006) genügte aus Sicht von BDO der bereits auf die Eigenkapitalkosten vorgenommene Zuschlag nicht, sondern es wurde zusätzlich ein sogenannter Minderheitenabschlag auf den Unternehmenswert durchgesetzt. Dieser Abschlag in Höhe von 15% wurde damit begründet, dass Minderheitsaktionäre die Geschäftspolitik des

⁴³⁴ Société Immobilière Genevoise (1999), Optic - Optical Technology Investments AG (2004) und Regedo Holding AG (2005).

⁴³⁵ Unternehmensspezifischer Risikozuschlag: Gerolag (2004): 1,5%, Gornergrat (2005): 3%, Société Montreux-Palace (2006): 3%; Illiquiditätszuschlag: Gerolag (2004): 1,5%, Gornergrat (2005): 1%, Société Montreux-Palace (2006): 2,5%

Unternehmens nicht beeinflussen können, weshalb deren Aktien weniger wert sind.⁴³⁶ Mit Hilfe der DCF-Methode wird also zunächst ein Unternehmenswert von 199 CHF errechnet. Den Aktien der Minderheitsaktionäre wird nach Abzug des Abschlags aber nur ein Wert von 169 CHF beigemessen.

Ein Minderheitenabschlag in Höhe von 22% wird bei der Bewertung einer Beteiligung der Zielgesellschaft im Fall der Gornergrat Bahn AG (2005) vorgenommen.

Die Analyse der Bewertungsberichte hat zutage getragen, dass, wie schon bei der Analyse der Fairness Opinions ersichtlich wurde, die jeweiligen Ersteller dieser Gutachten eine gewisse Willkür an den Tag legen, die in einigen Fällen nur schwerlich nachvollziehbar ist. Aktuelle Marktkonditionen werden zum Teil völlig ignoriert. Hier bedarf es einer einheitlichen Regelung, die im Hinblick auf den Minderheitenschutz die Willkür beispielsweise bei der Auswahl der diversen Zu- und Abschläge zumindest einschränkt. In Deutschland werden derartige Minderheiten- und Illiquiditätsabschläge nicht akzeptiert.⁴³⁷

Bei einem neutralen Vorgehen der Gutachter, bei dem die theoretischen Anforderungen an eine objektive Bewertung berücksichtigt werden, würden sich somit weitaus höhere Unternehmenswerte ergeben. Die bisherige Praxis hat also gezeigt, dass die Fairness Opinion ihrem Zweck, nämlich als ein unabhängiges Wertgutachten die Aktionäre über die finanzielle Lage des Unternehmens umfassend in Kenntnis zu setzen, nicht nachkommt.

2.4.3.8 Bericht des Verwaltungsrats

Vor Inkrafttreten der Regelungen über öffentliche Übernahmeangebote war es dem Verwaltungsrat überlassen, wie er sich im Zuge eines solchen Angebots verhält. Auch die Lehre vermochte vor Einführung des Börsengesetzes nicht, den Verwaltungsrat dazu zu bringen, sich gewissen Normen zu unterwerfen.⁴³⁸

Seit dem 1. Januar 1998 hat der Gesetzgeber dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Strauß an Rechten und Pflichten in die Hand gegeben. Gemäß Art. 29 Abs. 1 BEHG ist der Verwaltungsrat verpflichtet, den Aktionären einen Bericht vorzulegen, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Falls der Verwaltungsrat kurz vor Publikation der Übernahme-

⁴³⁶ BDO verweist in diesem Zusammenhang auf WEAVER(1998) und SAUNDERS(1998), die Abschläge in Höhe von 15% bis 50% veranschlagen.

⁴³⁷ Vgl. NESTLER(2012), S. 1274f.

⁴³⁸ Vgl. BERNET(1998), S. 253.

absicht ausgetauscht wird, hat die Übernahmekommission entschieden, dass sich nicht nur der neue, sondern auch der bisherige Verwaltungsrat zum Angebot äußern muss.⁴³⁹

Dieser Bericht soll den Aktionären, die in der Regel schlechter über die Lage des Unternehmens informiert sind, die Möglichkeit geben, die Offerte des Anbieters umfassender beurteilen zu können. Dies setzt allerdings voraus, dass der Verwaltungsrat sich auch an den Interessen der Gesellschaft orientiert und den Bericht von einem objektiven Standpunkt aus verfasst. Seit dem 1. Januar 2009 ist dem Verwaltungsrat konkret auferlegt, die Auswirkungen des Angebots auf die Zielgesellschaft sowie auf die Aktionäre zu erläutern.⁴⁴⁰

Die Ausgestaltung und die Veröffentlichung des Berichts sind in den Art. 30 ff. UEV geregelt. In 104 von 124 Fällen wird zwischen 1998 und 2008 der Bericht des Verwaltungsrats im Angebotsprospekt veröffentlicht. Sollte der Bericht nicht im Prospekt abgedruckt sein, so muss er spätestens am fünfzehnten Börsentag nach Veröffentlichung des Angebotsprospekts auf die gleiche Weise veröffentlicht werden wie das Angebotsprospekt. Diese Frist kann allerdings auch durch die Übernahmekommission verkürzt werden, wenn beispielsweise die Aktionäre im Vorfeld einer außerordentlichen Generalversammlung über die Sachlage in ausreichender Weise informiert werden sollen.⁴⁴¹ Es genügt, wenn eine Zusammenfassung des Berichts mit Hinweis auf den vollständigen Bericht veröffentlicht wird.⁴⁴²

Im Falle einer Angebotsänderung ist der Verwaltungsrat verpflichtet, einen neuen Bericht zu erstellen, welcher aber nicht mehr den gleichen Umfang aufweisen muss wie der erste, sondern es genügt eine Kurzfassung. Sollte der Bericht nicht zeitgleich mit der Angebotsänderung erscheinen, muss er spätestens am achten Börsentag danach publiziert werden.

Der Verwaltungsrat muss in seinem Bericht eine Empfehlung zur Annahme oder zur Ablehnung aussprechen.⁴⁴³

Darüber hinaus hat er aber auch die Möglichkeit, sich dem Angebot neutral gegenüberzustellen. In diesem Fall beschreibt er nur die Vor- und Nachteile des Angebots und verzichtet auf eine Empfehlung. Da allerdings davon auszugehen ist, dass der Verwaltungsrat einem Angebot tatsächlich nicht neutral gegenübersteht, wurde bei der Revision des Übernahmerechts empfohlen, dem Verwaltungsrat zwingend vorzugeben, entweder die

⁴³⁹ Vgl. Empfehlung Serono S.A. vom 8. Januar 2007, Erw. 6.1.2.

⁴⁴⁰ Vgl. Art. 30 Abs. 1 UEV.

⁴⁴¹ Vgl. Empfehlung Axantis Holding AG vom 13. November 2000, Erw. 4.

⁴⁴² Vgl. Art. 33 Abs. 4 UEV.

⁴⁴³ Beispielsweise wird in 47 der Verwaltungsratsberichten, die im Untersuchungszeitraum von 1998 bis 2008 publiziert wurden, versucht, jeweils die Empfehlung zur Annahme des Angebots mit dem Verweis auf positive Übernahmeprämien zu untermauern.

Annahme oder die Ablehnung zu empfehlen. Diesem Vorschlag wurde letztendlich aber nicht gefolgt.⁴⁴⁴

Zusätzlich zur Empfehlung des Verwaltungsrats ist das Abstimmungsergebnis zu diesem Votum zu publizieren.⁴⁴⁵ Um beurteilen zu können, ob die Empfehlung auf objektiver Basis abgegeben wurde, müssen die Aktionäre darüber informiert werden, welche Aspekte die Stellungnahme des Verwaltungsrats beeinflusst haben.

Daneben verlangt die Übernahmekommission explizit, dass der Verwaltungsrat die bedeutenden Aktionäre und deren Absichten nennt, sofern er darüber Kenntnis besitzt. Die Identität der bedeutenden Aktionäre preiszugeben, dürfte für den Verwaltungsrat besonders im Falle von Namenaktien keine größeren Probleme darstellen. Im Falle von Inhaberaktien kann er dies auf Grund der Meldepflicht nach Art. 20 BEHG leicht durch einen Blick in das SHAB oder durch ein Auskunftersuchen bei der Offenlegungsstelle der Schweizer Börse in Erfahrung bringen. Der Aufwand, der betrieben werden muss, um dann die Absichten der bedeutenden Aktionäre in Erfahrung zu bringen, kann als vertretbar angesehen werden.⁴⁴⁶

Besonders ist es für den Anbieter bei feindlichen Angeboten von Vorteil, dass der Verwaltungsrat über geplante Abwehrmaßnahmen informieren muss.⁴⁴⁷ Er kann daraus schließen, ob der Erfolg der Offerte durch Eingriffe des Verwaltungsrats gefährdet ist, und entsprechende Angebotsänderungen vornehmen. Nur in drei der von 1998 bis 2008 betrachteten Berichte ist die Rede von Abwehrmaßnahmen. In einem Fall soll ein Bieterwettbewerb eingeleitet werden und in zwei Fällen will sich der Verwaltungsrat auf die Suche nach einem White Knight begeben.⁴⁴⁸

Besonders für die Aktionäre der Zielgesellschaft interessant ist die Verpflichtung auf Seiten des Verwaltungsrats, Interessenkonflikte offen zu legen.⁴⁴⁹ Die Angabe der Interessenkonflikte ist dienlich, um die Objektivität des Verwaltungsrats im Verlauf der Übernahme abschätzen zu können, und schließt nicht nur eventuelle Interessenkonflikte des

⁴⁴⁴ Anhand der Empfehlung des Verwaltungsrats werden die Angebote in die Gruppen der freundlichen, feindlichen und neutralen Angebote eingestuft. Vgl. dazu Kapitel 2.3.

⁴⁴⁵ Vgl. Art. 30 Abs. 4 UEV.

⁴⁴⁶ So auch BERNET(1998), S. 262. GLATTHAAR(2007), S. 187 spricht sogar von einer „Nachforschungspflicht“, die sich aber in einem angemessenen Rahmen zu bewegen hat. Anderer Meinung: TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 200.

⁴⁴⁷ Vgl. Art. 31 Abs. 1 und 2 UEV.

⁴⁴⁸ Bieterwettbewerb: SIG (2007); Suche nach White Knight: Leica Geosystems Holdings AG (2005), Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005)

⁴⁴⁹ Vgl. Art. 32 UEV.

Verwaltungsrats, sondern auch diejenigen der obersten Geschäftsleitung mit ein.⁴⁵⁰ Im Detail sind die vertraglichen Vereinbarungen oder andere Verbindungen mit dem Anbieter darzulegen, und es ist darüber zu berichten, ob die Mitglieder des Verwaltungsrats auf Antrag des Anbieters gewählt wurden, und ob sie wieder gewählt werden sollen.⁴⁵¹ Sollten Mitglieder des Verwaltungsrats oder des Managements im Zuge der Übernahme aus dem Unternehmen ausscheiden, ist daneben über ihre Abgangsentschädigung zu informieren. Im Jahr 2003 mussten weltweit 11 Prozent der CEOs ihren Posten auf Grund eines Kontrollwechsels räumen. Im Jahr 2005 waren es bereits 18 Prozent und im Folgejahr sogar 22 Prozent.⁴⁵² In den einzelnen Verwaltungsratsberichten finden sich über einen eventuellen Abgang bzw. eine teilweise Auswechslung des Verwaltungsrats bzw. des Managements nur spärliche Informationen.

Sofern eine Abgangsentschädigung im Zuge der Übernahme an den Verwaltungsrat oder das Management entrichtet wird, genügt es nach der Praxis der Übernahmekommission nicht mehr, nur den Gesamtbetrag zu nennen. Vielmehr muss für jedes Mitglied des Verwaltungsrats bzw. des Managements dessen Abfindung offen gelegt und begründet werden, um den Aktionären die jeweiligen Interessenkonflikte aufzuzeigen.⁴⁵³ Die Abgangsentschädigungen sind offen zu legen, unabhängig davon, ob sie vom Anbieter oder von der Zielgesellschaft geleistet werden.⁴⁵⁴

Seit Anfang 2009 ist darüber hinaus vorgeschrieben, dass der Bericht des Verwaltungsrats auch Auskunft über die Entschädigung der Mitglieder des Verwaltungsrats bei Weiterführung oder Aufgabe ihrer Tätigkeit geben muss.⁴⁵⁵

Von den im Untersuchungszeitraum zwischen 1998 und 2008 veröffentlichten Verwaltungsratsberichten gibt es in 12 Berichten den Hinweis auf Abgangsentschädigungen und in weiteren sieben Berichten den Hinweis auf Bonuszahlungen im Hinblick auf den Erfolg des Angebots. In Tabelle 13 sind die entsprechenden Zahlungen - aufgeteilt nach den jeweiligen Empfängern - aufgeführt.

⁴⁵⁰ Vgl. Art. 32 Abs. 1 UEV.

⁴⁵¹ Vgl. Art. 32 Abs. 2 UEV.

⁴⁵² Vgl. LUCIER/WHEELER/HABEL(2007), S. 4.

⁴⁵³ Vgl. Empfehlung Axantis Holding AG vom 15. Dezember 2000 Erw. 5.3.

⁴⁵⁴ Vgl. Empfehlung Axantis Holding AG vom 15. Dezember 2000, Erw. 5.2.

⁴⁵⁵ Vgl. 32 Abs. 3 UEV.

Wie in Tabelle 13 ersichtlich, bewegen sich die Abgangsentschädigungen im Bereich zwischen 458.000 Schweizer Franken und 21 Millionen Schweizer Franken, die Bonuszahlungen reichen von 195.900 Schweizer Franken bis 10,4 Millionen Schweizer Franken.⁴⁵⁶

Zielgesellschaft	Abgangsentschädigung VR und Geschäftsleitung	Abgangsentschädigung Geschäftsleitung	Abgangsentschädigung sonst. Mitarbeiter	Bonuszahlungen Geschäftsleitung
Centerpulse AG (2003)	21.000.000 CHF			
Serono AG (2007)		14.710.754 CHF		
SIG AG (2007)				10.400.000 CHF
Saia Burgess Electronics (2005)		8.301.600 CHF		
Converium AG (2007)		7.451.250 CHF		
Eichhof AG (2008)	7.341.000 CHF			
Keramik Holding AG Laufen (1999)				3.900.000 CHF
Aare-Tessin AG (2006)		3.836.200 CHF		
Bon appétit Group AG (2003)				2.800.000 CHF
Berna Biotech AG (2006)		2.090.000 CHF		
Ciba AG (2008)				1.585.000 CHF
Axantis Holding AG (2001)		1.400.000 CHF		
Forbo Holding AG (2005)				1.179.000 CHF
Maag Holding AG (2005)	991.000 CHF			
Swiss International Air Lines (2005)		896.000 CHF		
Saurer AG (2007)			860.329 CHF	
Zellweger Luwa AG (2003)				620.000 CHF
Amazys Holding AG (2006)		458.000 CHF		
Henniez AG (2007)				195.900 CHF

Tab. 13: Abgangsentschädigungen und Bonuszahlungen

In Deutschland sollen die Abgangsentschädigungen nach dem Vorschlag der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex bei Ausscheiden auf Grund von Unstimmigkeiten bei der strategischen Ausrichtung nicht mehr als zwei Jahresgehälter betragen, im Fall von Unternehmensübernahmen nicht mehr als drei Jahresgehälter. Juristisch ist daran kein Unternehmen gebunden, da es sich nur um eine „Anregung“ handelt.⁴⁵⁷ In der Praxis finden sich deshalb auch oftmals Klauseln, die die Abgangsentschädigung auf maximal fünf Jahresgehälter einschränkt, wodurch sich die ausscheidenden Manager in der Regel über zweistellige Millionenbeträge freuen dürfen.⁴⁵⁸

Dass aber exzessive Abgangsentschädigungen zumindest in Deutschland nicht in jedem Fall ungesühnt bleiben, mussten Josef Ackermann und seine ehemaligen Kollegen des Mannesmann-Aufsichtsrats erfahren. Der Vorstandsvorsitzende der Mannesmann AG erhielt eine Auszahlung von rund 60 Millionen DM. Seine Kollegen wurden mit 10 Mio. GBP entschädigt. Das Verfahren wegen Untreue und Beihilfe zur Untreue wurde jedoch gegen

⁴⁵⁶ Die Abfindungssumme im Fall der Eichhof Getränke Holding AG (2008) ergibt sich aus dem Rückkaufswert der Kaderoptionen. Im Fall der Swiss International Air Lines (2005) ergibt sie sich aus Multiplikation der 100.000 Aktien, die dem CEO nach Kündigung zustehen, mit dem Angebotspreis.

⁴⁵⁷ Vgl. EISENRING(2007), S. 25.

⁴⁵⁸ Vgl. WADEWITZ(2007), S. 11.

Zahlungen von insgesamt 5.805.500 Euro eingestellt, von denen 3,2 Millionen Euro auf Josef Ackermann entfielen.⁴⁵⁹

Mehr als ein Drittel der im SMI gelisteten Firmen verfügen über Kontrollwechselklauseln in den Arbeitsverträgen des Managements.⁴⁶⁰ Um für den Angebotsadressaten mögliche Interessenkonflikte transparent zu machen, fordert die Schweizer Börse in ihrer Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance, dass der Inhalt von Kontrollwechselklauseln und explizit golden parachutes⁴⁶¹ offen zu legen sind.⁴⁶² Kontrollwechselklauseln können jedoch nicht generell als unheilvoll eingestuft werden. Denn sofern sie in ordnungsgemäßer Weise in den Arbeitsverträgen implementiert werden, können sie die bestehenden Interessenkonflikte zwischen den Aktionären und dem Management abmildern.⁴⁶³ Für den Verwaltungsrat bestünde jedenfalls dann keine Notwendigkeit mehr, gegen ein für die Aktionäre lukratives Angebot vorzugehen, nur aus Angst, den Job zu verlieren.

Eine richterliche Auseinandersetzung mit dem Thema Abgangsentschädigungen dürfte sich als äußerst schwierig gestalten, denn das Bundesgericht hat entschieden, dass ein Richter grundsätzlich nicht die Vergütung des Verwaltungsrats festlegen kann.⁴⁶⁴

Ein strittiges Thema betrifft die Treuepflicht des Verwaltungsrats im Konzernverbund. Nach Art. 663e Abs. 1 OR steht der Konzern unter einheitlicher Leitung. Jedoch unterliegt der Verwaltungsrat der jeweiligen Konzerntochter der Treuepflicht aus Art. 717 Abs. 1 OR, welche besagt, dass er im Sinne seiner Gesellschaft agieren muss. Das Bundesgericht hat in einem Urteil klargestellt, dass der Verwaltungsrat allein die Interessen der von ihm geleiteten Konzerntochter zu vertreten hat und verneint damit ein übergeordnetes Konzerninteresse.⁴⁶⁵

Es ist allerdings gesetzlich nicht geregelt, inwieweit die Muttergesellschaft in die Geschäftstätigkeit der Tochtergesellschaft eingreifen darf, und wie der Verwaltungsrat der Tochter die Interessen der Muttergesellschaft – auch gegen die Interessen der eigenen Aktionäre – verfolgen darf oder muss.⁴⁶⁶ Dieses Konzernparadox⁴⁶⁷ erschwert dem

⁴⁵⁹ Vgl. GALONSKA(2007), S. 31ff., HÜFFNER(2003), S. 4ff., LG DÜSSELDORF(2006).

⁴⁶⁰ Vgl. SCHWARZ(2007), S. 23.

⁴⁶¹ Golden parachutes sind üblich hohe Anfangsentschädigungen, die gemäß Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV als unerlaubte Abwehrmaßnahme eingestuft werden.

⁴⁶² Vgl. Ziff. 7.2 RLCG SWX

⁴⁶³ Vgl. JENSEN(1988), S. 39.

⁴⁶⁴ Vgl. BGE 86 II 159, Erw. 1.

⁴⁶⁵ Vgl. BGE 130 III 213.

⁴⁶⁶ Vgl. FORSTMOSER(2004), S. 157.

⁴⁶⁷ Vgl. FORSTMOSER(2004), S. 170.

Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Meinungsbildung bei einem öffentlichen Übernahmeangebot. In der Lehre herrscht jedoch weitgehend Einigkeit darüber, dass der Verwaltungsrat einer Tochtergesellschaft nur in dem Maße die Interessen der Muttergesellschaft wahren kann, indem es dadurch nicht zu einer Schädigung der Tochtergesellschaft kommt.⁴⁶⁸

Es liegt in der Natur der Sache, dass die Muttergesellschaft über weitreichendere Informationen verfügt als die Minderheitsaktionäre. Gerade im Zuge des Übernahmeangebots muss sichergestellt werden, dass sie diesen Informationsvorsprung nicht zu Lasten der verbleibenden Aktionäre ausnutzt.⁴⁶⁹

Beim Vorliegen von Interessenkonflikten sind zweckdienliche Maßnahmen zu deren Neutralisation zu treffen, damit sich diese nicht negativ auf die Aktionäre auswirken. Diese Maßnahmen, die ergriffen werden, sind im Bericht des Verwaltungsrats aufzuführen. Ein probates Mittel hierbei ist der Ausstand der vom Interessenkonflikt betroffenen Mitglieder des Verwaltungsrats bei den Beschlussfassungen, welche das Angebot betreffen, und bei der Erstellung des Verwaltungsratsberichts. Sollten sich sämtliche Mitglieder in einem Interessenkonflikt befinden, so wird die Empfehlung häufig unter Hinweis auf eine Fairness Opinion abgegeben.

Wenn Verwaltungsräte in den Ausstand treten, so ist es nicht unerheblich, ob sie dies vollumfänglich tun oder ob sie erst bei der Beschlussfassung und nicht auch schon bei der Beratung nicht mehr teilnehmen. Es erschließt sich von selbst, dass ein Verwaltungsrat, der sich einem Interessenkonflikt ausgesetzt sieht, bei der Beratung auf seine Kollegen einwirken kann und deshalb zur vollständigen Beseitigung des Interessenkonflikts auch von der Meinungsbildung auszuschließen ist.⁴⁷⁰ Damit der im Interessenkonflikt stehende Verwaltungsrat nach der Beschlussfassung nicht noch auf die restlichen Verwaltungsräte einwirken kann, wird empfohlen, ihm auch die Einsicht in das Protokoll zu verwehren.⁴⁷¹

Zur Neutralisierung von Interessenkonflikten kann auch ein Ad-hoc-Ausschuss aus unabhängigen Verwaltungsräten gebildet werden, welcher stellvertretend die Pflichten des Art. 29 Abs. 1 BEHG übernimmt und den Bericht des Verwaltungsrats veröffentlicht, sofern

⁴⁶⁸ Vgl. stellvertretend BAUEN/BERNET(2007), S. 229.

⁴⁶⁹ Vgl. FORSTMOSER(2004), S. 173.

⁴⁷⁰ Vgl. DRUEY(2006), S. 72f. Die reine Offenlegung kann den Interessenkonflikt bestenfalls dämpfen, aber nicht beseitigen.

⁴⁷¹ Vgl. DAENIKER(2005), S. 130, GLATTHAAR(2007), S. 116.

dabei das Vier-Augen-Prinzip gewahrt wird, also der Ausschuss aus mindestens zwei Verwaltungsräten besteht.⁴⁷²

Sollten zu viele Verwaltungsräte in einem Abhängigkeitsverhältnis zur Anbieterin stehen, kann auch ein Sonderkomitee aus den verbleibenden Verwaltungsräten und der obersten Geschäftsleitung gebildet werden, welches für den Minderheitenschutz verantwortlich ist.⁴⁷³

Unter den 114⁴⁷⁴ zwischen 1998 und 2008 unterbreiteten Übernahmeangeboten gehen lediglich aus 27 Verwaltungsratsberichten keine Interessenkonflikte hervor.

Der häufigste Grund, der in mehr als der Hälfte der Berichte mit einem Interessenkonflikt genannt wird, besteht darin, dass die Mitglieder des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft ganz oder teilweise im Verwaltungsrat oder im Management der Anbieterin tätig sind. In ca. zehn Prozent der Fälle sollen Mitglieder des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft nach erfolgreichem Abschluss des Angebots in den Verwaltungsrat der Anbieterin wechseln. In weiteren ca. zehn Prozent der Fälle wird der Verwaltungsrat teilweise ausgetauscht und in nochmals ca. zehn Prozent der Fälle gibt es zwischen einzelnen oder allen Verwaltungsräten der Zielgesellschaft Mandatsverträge oder sonstige Transaktionsvereinbarungen mit dem Anbieter.

Die Übernahme der SIG AG im Jahr 2007 hat aber gezeigt, dass es auch zu einer Interessenangleichung zwischen den Minderheitsaktionären und dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kommen kann. Dies wird mittels einer Incentive-Zahlung für die Mitglieder des Verwaltungsrats erreicht, die in Abhängigkeit vom Angebotspreis gezahlt wird.⁴⁷⁵

Maßnahmen zur Neutralisierung der Interessenkonflikte bestehen bei 31 Übernahmeangeboten in der Einholung einer Fairness Opinion, in 26 Fällen im Ausstand zusätzlich zur Einholung der Fairness Opinion, bei 20 Übernahmen nur im Ausstand der betroffenen Verwaltungsratsmitglieder und in zwei weiteren Fällen erfolgt der Verweis auf den Bewertungsbericht der Prüfstelle. Allerdings dürfen auch Zweifel bei der Wirksamkeit der getroffenen Maßnahmen geäußert werden. Ein Beispiel liefert die Übernahme der Centerpulse AG (2003). Bei dieser Übernahme erhielt der Verwaltungsratspräsident eine Abgangsschädigung von 4,95 Millionen Schweizer Franken. Bei der Beratung hinsichtlich des Angebots und der anschließenden Beschlussfassung ist zwar ein Verwaltungsrat, der in einem Interessenkonflikt stand, in den Ausstand getreten, nicht aber der Verwaltungsratspräsident.

⁴⁷² Vgl. Empfehlung Scintilla AG vom 30. Juni 2004, Erw. 6.2.2.3.

⁴⁷³ Vgl. LENGAUER et. al (2003), S. 278f.

⁴⁷⁴ Die 10 Konzernumstrukturierungen werden hierbei nicht berücksichtigt.

⁴⁷⁵ Bei der Übernahme der SIG AG (2007) handelt es sich um konkurrierende Angebote, bei denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Bieterprozess eingeleitet hat.

Das Gesetz sieht in Art. 42 BEHG vor, dass bei einer Verletzung der Pflichten betreffend die Publikation des Verwaltungsratsberichts eine Geldbuße von bis zu 500.000 Schweizer Franken fällig wird. Der Straftatbestand ist auch dann erfüllt, wenn der Bericht zwar alle geforderten Informationen enthält, er aber nicht frist- oder formgerecht veröffentlicht wird, so dass die Aktionäre nicht rechtzeitig davon Kenntnis nehmen können.⁴⁷⁶ Dass diese Buße nicht durch die Zielgesellschaft, sondern durch die einzelnen Verwaltungsräte zu entrichten ist, ergibt sich aus Art. 6 Abs. 1 VStrR sowie Art. 754 Abs. 1 OR, wonach bei einer Zuwiderhandlung beim Besorgen der Angelegenheiten einer juristischen Person die Strafbestimmungen auf die natürlichen Personen anzuwenden sind, die diese Tat begangen haben.

Daneben riskiert der Verwaltungsrat bei fehlerhaften Angaben eine Verantwortlichkeitsklage von Seiten der Aktionäre. Ein Minderheitsaktionär hat die Möglichkeit einer Verantwortlichkeitsklage, wenn er nachweisen kann, dass der Verwaltungsrat bei der Ausarbeitung der Empfehlung die Interessen der Aktionäre bewusst vernachlässigt und diesen damit Schaden zugefügt hat. Diese Kausalität nachzuweisen, dürfte sich für die betroffenen Aktionäre mehr als schwierig gestalten.⁴⁷⁷

Eine Verantwortlichkeitsklage hat nicht zwingend große Aussicht auf Erfolg, denn die Schweizer Gerichtspraxis zeigt, dass es bei der Überprüfung von Verwaltungsratsentscheiden um den Aspekt der Vertretbarkeit geht und nicht die geschäftliche Zweckdienlichkeit im Mittelpunkt steht.⁴⁷⁸ Diese Business Judgment Rule erlaubt dem Verwaltungsrat einen erheblichen Ermessensspielraum bei der Entscheidungsfindung. Dieser haftet nur dann für Fehlentscheidung, wenn die Vermutung zugrunde liegt, dass er nicht nach bestem Wissen und Gewissen arbeitet.⁴⁷⁹ Zusätzlich argumentiert FORSTMOSER(2002), dass an den Verwaltungsrat zu hohe Anforderungen gestellt werden, und dass bei einem Rechtsstreit zu berücksichtigen ist, dass Entscheidungen oftmals unter Zeitdruck oder ohne Kenntnisnahme aller notwendigen Informationen getroffen werden.⁴⁸⁰ Aus diesem Grund läuft die Business Judgment Rule dem Minderheitenschutz entgegen, weshalb eine Aufhebung dieser Regel für die Praxis gefordert wird.⁴⁸¹

⁴⁷⁶ Vgl. NATER(2001), S. 159. Bei Fahrlässigkeit hatte der Verwaltungsrat bis Ende 2008 allerdings keine Sanktionen zu befürchten, vgl. GLATTHAAR(2007), S. 336. Mit Revision des Börsengesetzes ist die Haftung auch auf Fahrlässigkeit ausgedehnt. Die Buße beträgt in diesen Fällen allerdings nur maximal 150.000 CHF.

⁴⁷⁷ Vgl. WATTER/DUBS(1998), S. 1316.

⁴⁷⁸ Vgl. SCHMID(2007), S.29.

⁴⁷⁹ Vgl. KUNZ(2002), S.459ff.

⁴⁸⁰ Vgl. FORSTMOSER(2002), S. 488.

⁴⁸¹ Vgl. KUNZ(2002a), S. 405f.

Neben der geringen Aussicht auf Erfolg steht einer Klage noch das enorme Kostenrisiko entgegen.

Liegt die Veröffentlichung des letzten Abschlusses der Zielgesellschaft weniger als 6 Monate zurück, muss der Verwaltungsrat angeben, welche wesentlichen Veränderungen sich in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ergeben haben. Haben sich keine Veränderungen ergeben, so muss auch dies explizit im Bericht erklärt werden.⁴⁸² Sind mehr als sechs Monate seit dem letzten publizierten Jahres- oder Zwischenergebnis vergangen, so ist es erforderlich, dass der Verwaltungsrat einen aktuellen Zwischenabschluss veröffentlicht. Sollten sich während der Angebotsdauer für die Angebotsempfänger neue entscheidungsrelevante Informationen ergeben, so befindet sich der Verwaltungsrat in einer Nachführungspflicht, d.h. er muss die Angaben unverzüglich veröffentlichen.⁴⁸³

Bei konkurrierenden Angeboten hat der Verwaltungsrat den Gleichbehandlungsgrundsatz gegenüber den Anbietern zu wahren. Dies bedeutet aber nicht, dass er den Aktionären nicht eines der beiden Angebote zur Annahme empfehlen darf.⁴⁸⁴

Damit die Aktionäre tatsächlich in Kenntnis der Sachlage eine Entscheidung treffen können, wäre es von Vorteil, wenn im Bericht des Verwaltungsrats, der eine Empfehlung zur Andienung an die Aktionäre abgibt, auch diejenigen Verwaltungsräte zu Wort kommen dürfen, die sich nicht für das Angebot aussprechen.⁴⁸⁵ Der Bericht des Verwaltungsrats sollte auch darüber informieren, ob die Verwaltungsräte bzw. die Mitglieder der Geschäftsleitung Aktien des eigenen Unternehmens halten und diese unter dem Angebot andienen.⁴⁸⁶

2.4.4 Ergebnis und Vollzug des Angebots

Nach Ablauf der ordentlichen Angebotsfrist ist der Anbieter dazu verpflichtet, ein vorläufiges Zwischenergebnis zu veröffentlichen.⁴⁸⁷ Das vorläufige Zwischenergebnis ist nach bestem Wissen des Anbieters einen Börsentag nach Ablauf der ordentlichen Angebotsfrist in den elektronischen Medien bekannt zu geben. Eine Veröffentlichung des endgültigen Zwischenergebnisses in den gleichen Zeitungen, in denen auch das Angebotsprospekt

⁴⁸² Vgl. Empfehlung Bon appétit Group AG vom 13. September 2004, Erw. 6.1.2.

⁴⁸³ Vgl. Empfehlung Danzas Holding AG vom 15. Januar 1999, Erw. 4.3.

⁴⁸⁴ Vgl. GLATTHAAR(2007), S. 176.

⁴⁸⁵ Vgl. HARRIS(2005), S. 308.

⁴⁸⁶ Vgl. FRAUENFELDER(2001), S. 79ff.

⁴⁸⁷ Vgl. Art. 27 Abs.1 BEHG i.V.m. Art. 44 UEV.

publiziert wurde, erfolgt spätestens vier Börsentage nach Ablauf der Angebotsfrist. Das Zwischenergebnis hat neben der Anzahl der angedienten Beteiligungspapiere sowohl über die Erfolgsquote als auch über die Beteiligungsquote zu informieren.⁴⁸⁸ Unter der Erfolgsquote ist in diesem Zusammenhang die prozentmäßige Anzahl angedienter Beteiligungstitel in Abhängigkeit von der Anzahl derjenigen Beteiligungstitel, auf die sich das Angebot bezog, zu verstehen. Die Beteiligungsquote gibt an, über wie viel Prozent der ausgegebenen Beteiligungspapiere der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist verfügt, also über die Stimmrechte und den Anteil am Aktienkapital in Prozent. Die Angaben sind jeweils für jede Kategorie von Beteiligungspapieren zu machen, die die Zielgesellschaft ausgegeben hat.

Außerdem muss der Anbieter im Fall von bedingten Angeboten angeben, ob die Bedingungen erfüllt sind, und damit, ob er das Angebot als zustande gekommen erachtet.⁴⁸⁹ Wird das Angebot vom Anbieter als zustande gekommen erklärt, muss er denjenigen, die bisher ihre Beteiligungspapiere nicht angedient haben, eine Nachfrist zur Annahme des Angebots einräumen.⁴⁹⁰ Die Nachfrist umfasst zehn Börsentage und beginnt ab dem Datum, an dem das Zwischenergebnis in den Zeitungen veröffentlicht wird.

Für die Veröffentlichung des endgültigen Endergebnisses gelten die gleichen Regeln wie für die Veröffentlichung des Zwischenergebnisses, mit Ausnahme des vorgeschriebenen Inhalts. Im Endergebnis kann der Anbieter darauf verzichten, darüber zu informieren, wie viele Beteiligungspapiere ihm angedient wurden, und wie hoch die Erfolgsquote ist. Er ist demnach nur noch dazu verpflichtet, die gesamte Beteiligungsquote zu nennen.

Ob ein Angebot von Erfolg gekrönt ist, hängt von einer Reihe von Faktoren ab. Seit Inkrafttreten der gesetzlichen Regelungen öffentlicher Übernahmeangebote ist es keinem der Anbieter gelungen, nach einem solchen Angebot über 100 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft zu verfügen.⁴⁹¹ FREI(1999) identifiziert folgende Gründe als Ursache dafür:⁴⁹²

- (1) Konditionen des Übernahmeangebots werden als nicht attraktiv / fair beurteilt,
- (2) emotionale / sentimentale Bindung ans Unternehmen,

⁴⁸⁸ Vgl. Art. 44 Abs. 3 UEV.

⁴⁸⁹ Vgl. Art. 45 UEV.

⁴⁹⁰ Vgl. Art. 27 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 46 UEV.

⁴⁹¹ Die einzige Ausnahme bildet das Übernahmeangebot von Jörg G. Bucherer für die Partizipationsscheine der Bucherer AG. Der Anbieter besaß schon vor dem Angebot 100% der Stimmrechte der Zielgesellschaft.

⁴⁹² Frei(1999), S. 30.

- (3) Einblick in den Geschäftsbericht; Wahrnehmung von anderen Aktionärsrechten (v.a. interessant für Konkurrenzunternehmen),
- (4) Störenfriede,
- (5) Möglichkeit der Druckausübung, u.a.m.

Die Punkte (1), (4) und (5) stehen miteinander in Verbindung, denn die Aktionäre haben besonders dann einen Grund Druck auszuüben oder als Störenfriede aufzutreten, wenn die Konditionen des Angebots nicht attraktiv und fair sind.

Neben der Ablehnung eines Angebots aus materiellen und ideellen Aspekten ist aber auch denkbar, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot nicht zur Kenntnis nehmen konnten, oder dass sie sich auf Grund steuerlicher Gesichtspunkte gegen das Angebot entscheiden.⁴⁹³

Um die Aktionäre der Zielgesellschaft zur Annahme des Angebots zu bewegen, wird häufig mit der Androhung der Dekotierung ein Andienungsdruck erzeugt. Die Anlagerichtlinien institutioneller Investoren verbieten ihnen oftmals in illiquide Titel zu investieren, weshalb gerade für diesen Personenkreis die Drohung der Dekotierung einen erheblichen Andienungsdruck auslöst, was sich besonders bei wenig attraktiven Offerten negativ auswirkt.⁴⁹⁴ Nach Ansicht der Übernahmekommission ist die Androhung der Dekotierung zulässig, da diese nicht zu einem Andienungsdruck führe.⁴⁹⁵

Umstritten ist, wer für die Beschlussfassung zur Dekotierung das zuständige Organ ist. Ein Teil der Lehre ordnet dies der Kompetenz des Verwaltungsrates und ein anderer Teil der Kompetenz der Generalversammlung zu. KUNZ(2006) argumentiert, dass in den Regelungen bezüglich der Kompetenzen der Generalversammlung die Dekotierung nicht explizit erwähnt wird und deshalb die Entscheidungsbefugnis beim Verwaltungsrat liegt, sofern er diese nicht freiwillig auf die Generalversammlung überträgt.⁴⁹⁶ So würde es nach einem erfolgreichen Angebot wenig Sinn machen, der Generalversammlung die Entscheidung zur Dekotierung zu überlassen, da faktisch ohnehin der Hauptaktionär auf Grund seiner Stimmgewalt entscheidet. Eine Sonderversammlung der Minderheitsaktionäre kann ebenso wenig darüber entscheiden, da hierzu die notwendige gesetzliche Grundlage fehlt.⁴⁹⁷

⁴⁹³ Vgl. BACHMANN(1992), S. 26

⁴⁹⁴ Vgl. KOHLIK(2005), S. 18.

⁴⁹⁵ Vgl. Empfehlung Leica Geosystems Holdings AG vom 7. Juli 2005 Erw. 5.2.3.

⁴⁹⁶ Vgl. KUNZ(2006), S. 135.

⁴⁹⁷ Vgl. KOHLIK(2005), S. 290f.

Wenn der Free Float immer noch eine Größe von fünf Prozent erreicht, dann muss nach erfolgter Dekotierung für sechs Monate ein außerbörslicher Handel aufrechterhalten werden.⁴⁹⁸

Nach Ansicht von KOHLIK(2005) wäre es dienlich, diejenigen Angebote, bei denen mit der Dekotierung gedroht wird, generell den Bestimmungen für Pflichtangebote zu unterwerfen, denn dann wären die unter Druck gesetzten Aktionäre nicht mehr der Willkür des Anbieters unterworfen.⁴⁹⁹

Die Dekotierungsabsicht bereits im Prospekt anzugeben, bewirkt nicht nur den eben beschriebenen Andienungsdruck, sondern sie bietet die Möglichkeit einer Fristverkürzung auf fünf Tage zwischen dem Dekotierungsinserat und dem letzten Handelstag im Anschluss an die Übernahme.⁵⁰⁰

In 88 der 114⁵⁰¹ Angebotsprospekte von 1998 bis 2008 wird auf die Dekotierung bei Erreichen der Kontrollschwelle hingewiesen.

Die Nachfrist soll dem durch mangelnde Informationen für die Aktionäre der Zielgesellschaft aufgebauten Andienungsdruck entgegenwirken.⁵⁰² Aufgrund der fehlenden Koordinationsmöglichkeit der Aktionäre untereinander ist es für den einzelnen Minderheitsaktionär nicht absehbar, ob das Angebot für den Anbieter zum Erfolg führt. Deshalb besteht für die Aktionäre die Möglichkeit, bis zur Verkündung der Zwischenergebnisse abzuwarten, um ihre Aktien anzudienen.

In den Jahren von 1998 bis 2008 sind von den 124 lancierten Übernahmeangeboten 13 nicht zustande gekommen. Bei sieben von diesen Angeboten handelt es sich allerdings um konkurrierende Angebote. In Tabelle 14 sind die nicht zustande gekommenen Angebote sowie der jeweilige Grund für das Scheitern aufgeführt.

⁴⁹⁸ Vgl. KUNZ(2006), S. 135.

⁴⁹⁹ Vgl. KOHLIK(2005), S. 173.

⁵⁰⁰ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007a), S. 488.

⁵⁰¹ Die 10 Konzernumstrukturierungen wurden dabei nicht berücksichtigt.

⁵⁰² Vgl. BACHMANN(1992), S. 53.

Zielgesellschaft	Grund des Scheiterns
Kuoni Reisen Holding AG (1999)	Scheitern der verbundenen Transaktion
Intersport PSC Holding AG (2000)	Annahme des konkurrierenden Angebots
Altin AG (2001)	VR wurde nicht, wie vom Anbieter beantragt, neu besetzt
Sulzer AG (2001)	VR wurde nicht, wie vom Anbieter beantragt, neu besetzt, und Vinkulierung wurde nicht aufgehoben
Baumgartner Papiers Holding SA (2002)	Minimum Limen wurde nicht erreicht
Centerpulse AG (2003)	Annahme des konkurrierenden Angebots
InCentive Capital AG (2003)	Annahme des konkurrierenden Angebots
Forbo Holding AG (2005)	Minimum Limen wurde nicht erreicht (Opposition von Großaktionär)
Leica Geosystems Holdings AG (2005)	Annahme des ersten Angebots
Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005)	Annahme des konkurrierenden Angebots
Bank Linth AG (2007)	Annahme des konkurrierenden Angebots
SIG AG (2007)	Annahme des konkurrierenden Angebots
Implenia AG (2008)	Vinkulierung wurde nicht aufgehoben

Tab. 14: Nicht zustande gekommene Angebote

Um die Erfolge der zustande gekommenen Angebote miteinander vergleichen zu können, wird als Erfolg des Angebots nicht der Stimmrechtsanteil des Anbieters nach Ablauf der Angebotsfrist betrachtet, sondern der Erfolg wird als Prozentsatz an angedienten Aktien, auf die sich das Angebot bezieht, definiert. Dabei werden allerdings nur die sich im Publikum befindenden Aktien berücksichtigt. Nicht hinzugezählt werden diejenigen Aktien, die von Aktionären angedient werden, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln, sowie diejenigen Aktien, die der Anbieter zusätzlich über die Börse kauft. Sollte sich das Angebot auf mehrere Arten von Beteiligungspapieren beziehen, wird nur der liquideste Titel berücksichtigt.⁵⁰³

Von den 111 zustande gekommenen Angeboten ist bei 11 Angeboten der Erfolg der Nachfrist größer als der Erfolg der regulären Angebotsfrist.⁵⁰⁴ Im Durchschnitt werden innerhalb der Angebotsfrist bei Betrachtung aller Angebote 50,40 Prozent der sich im Publikum befindenden Aktien angedient, der Median liegt bei 53,39 Prozent.

In der Nachfrist werden zusätzlich durchschnittlich 15,19 Prozent der sich im Publikum befindenden Aktien angedient, mit einem Median von 8,97 Prozent. Es ist zu vermuten, dass ein Angebot umso erfolgreicher verläuft, je lukrativer es ausgestaltet ist.

⁵⁰³ Ein Beteiligungspapier wird als liquide angesehen, wenn es im betrachteten Zeitfenster an mindestens der Hälfte der Tage gehandelt wurde. Dieser Liquiditätsbegriff wurde auch von der UEK in dieser Weise bis 2009 so angewendet.

⁵⁰⁴ Im Durchschnitt liegt der Erfolg der Nachfrist dabei um 32,49 Prozentpunkte über dem Erfolg der Angebotsfrist.

Ob die Vermutung richtig ist, dass es einen Zusammenhang zwischen der Höhe der Übernahmeprämie und dem Erfolg des Angebots gibt, wird der empirische Teil dieser Arbeit zeigen.⁵⁰⁵

Um die unerwünschten Minderheitsaktionäre loszuwerden, wird bei vielen Übernahmeangeboten die Kraftloserklärung angestrebt. Dazu muss der Anbieter nach dem Angebot über mindestens 98 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügen. Bei fünf Angeboten, die zwischen 1998 und 2008 lanciert wurden, verfügte der Anbieter bereits bei Unterbreitung des Angebots über die notwendigen Stimmrechte, bei weiteren 14 Angeboten wurde die Schwelle innerhalb der regulären Angebotsfrist überschritten und bei 39 Angeboten verfügt der Anbieter nach Ablauf der Nachfrist über die notwendigen 98%. Insgesamt verfügen die Anbieter bei 59 der 124 Angebote über die Möglichkeit, eine Kraftloserklärung im Anschluss an das Angebot durchzuführen.⁵⁰⁶

Es ist nicht unüblich, dass ein Anbieter während der Angebotsfrist börslich oder außerbörslich weitere Aktien dazu erwirbt. So ist es durchaus denkbar, dass er dabei auch mit Großaktionären der Zielgesellschaft eine Transaktion vornimmt. Dabei ist aber immer die Best Price Rule zu beachten. Bei 35 der 124 Angebote wurden während der Angebotsfrist zusätzlich Aktien außerhalb des Angebots zugekauft, bei 27 Angeboten wurden zusätzlich in der Nachfrist Aktien börslich bzw. außerbörslich erworben. Bezogen auf alle während der Angebotsfrist erworbenen und angedienten Aktien wurden davon zwischen 0,0002 Prozent und 97,56 Prozent außerhalb des Angebots erworben.⁵⁰⁷ In der Nachfrist liegt der Anteil der zusätzlich erworbenen Aktien zwischen 0,02 Prozent und 78,31 Prozent, bezogen auf die gesamte Anzahl Aktien, die in der Nachfrist angedient oder erworben wurden.⁵⁰⁸ In einigen Fällen konnte nur auf diese Weise das Minimum Limen erreicht werden.

Ein Angebot ist umso erfolgreicher, je breiter die Aktien im Publikum gestreut sind, da diese Kleinaktionäre ohnehin wenig Einfluss auf die Gesellschaft ausüben können und somit eher nach einer Gewinnrealisierung durch die Erlangung einer attraktiven Prämie streben.⁵⁰⁹ Zu bedenken ist allerdings, dass sich das Aktionariat im Verlauf des Übernahmeangebots

⁵⁰⁵ Vgl. Kapitel 4.3.1.

⁵⁰⁶ Allerdings können auch nach dem Angebot innerhalb der Dreimonatsfrist noch weitere Aktien zugekauft werden, um die notwendige 98%-Schwelle zu erreichen. Für weitere Ausführungen zur Kraftloserklärung vgl. Kapitel 3.1.

⁵⁰⁷ 0,0002%: Forbo (2005); 97,56%: Namenaktien der Unilabs (2007)

⁵⁰⁸ 0,02%: ZKB Axxess Vision AG (2004); 78,31%: Baumgartner (2008).

⁵⁰⁹ Vgl. INDERBITZIN(1993), S. 65.

verändern kann. Beispielsweise waren im Fall Leica Geosystems Holding (2005) innerhalb von sechs Wochen nach Ankündigung des feindlichen Angebots durch Hexagon über 50 Prozent der Aktien in Händen von Hedge-Fonds, die sich auf Übernahmen spezialisiert haben.⁵¹⁰

Sicherlich trägt auch die Schweizerische Bankenpraxis zum Erfolg der Angebote bei. Demnach werden die Aktionäre zwar gewöhnlich per Schreiben über das Angebot informiert; sollte die Bank aber keine gegenteiligen Weisungen erhalten, wird sie die Aktien dieser Aktionäre andienen, sofern der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dies empfiehlt.⁵¹¹ Dieses Vorgehen ist als problematisch anzusehen. Denn es ist nicht auszuschließen, dass die Aktien angedient werden, obwohl die Aktionäre davon vorher nicht in Kenntnis gesetzt wurden, weil diese beispielsweise das Schreiben der Bank nicht rechtzeitig erhalten haben. Dass diese Praxis die Erfolgsaussichten auch von Angeboten erhöht, deren Angemessenheit zweifelhaft erscheint, liegt auf der Hand.

Nach Ablauf der Nachfrist verfügten, wie bereits erwähnt, 59⁵¹² Anbieter über die notwendigen 98 Prozent der Stimmrechte um unverzüglich ein Kraftloserklärungsverfahren einzuleiten. Das heißt also, dass nur knapp die Hälfte der von 1998 bis 2008 lancierten 124 Angebote für den Anbieter nach Ablauf der Nachfrist zum gewünschten Erfolg geführt haben. Allerdings konnten 6 weitere Anbieter durch Zukäufe nach Ablauf der Nachfrist die 98 Prozent-Schwelle überschreiten und ein Kraftloserklärungsverfahren durchführen.

In Tabelle 15 wird ersichtlich, was mit den 124 Zielgesellschaften bzw. deren Aktien nach Ablauf der Nachfrist bis zum Ende des Untersuchungszeitraumes geschah.

⁵¹⁰ Vgl. SUPERINA(2008), S. 252ff.

⁵¹¹ Anzumerken ist allerdings, dass nicht alle Bankhäuser in der Schweiz derart verfahren.

⁵¹² Im Fall der TAG Heuer AG kam der Anbieter nach Ablauf der Nachfrist über die 98 Prozent-Schwelle, aber es konnten keine Veröffentlichungen bezüglich eines angestrebten Kraftloserklärungsverfahrens gefunden werden.

Anzahl Angebote	Zukunft der Zielgesellschaft
64	Kraftloserklärung
10	Absorptionsfusion ⁵¹³
6	Squeeze-out Merger
4	Liquidation der Zielgesellschaft
1	Aktien der Zielgesellschaft wurden dekotiert ⁵¹⁴
13	Angebot gescheitert; Zielgesellschaft besteht als eigenständige Gesellschaft weiter
9	Für die Zielgesellschaft wurde im Untersuchungszeitraum ein weiteres Angebot unterbreitet
1	Spaltung ⁵¹⁵
16	Zielgesellschaft bis nach 2008 noch kotiert ⁵¹⁶

Tab. 15: Zukunft der Zielgesellschaft nach Ablauf der Nachfrist

2.5 Pflichtangebote und freiwillige Angebote

Vor Inkrafttreten des Börsengesetzes und damit dem Bestehen einer Angebotspflicht bei Überschreitung einer festgesetzten Stimmrechtsschwelle waren die Minderheitsaktionäre bei Pakettransaktionen in den meisten Fällen die klaren Verlierer. Der Kursverlauf im Umfeld einer Pakettransaktion für verschiedene Schweizer Gesellschaften im Jahr 1991 zeigt, dass es im Zuge einer derartigen Transaktion zu einem Kursabfall kommt.⁵¹⁷ Dies bedeutet, dass die Angebotspflicht im Sinne des Minderheitenschutzes zu begrüßen ist.⁵¹⁸

Ein vorher freiwilliges Angebot wird den Regeln für Pflichtangebote unterworfen, wenn es nicht kontrollneutral ausgestaltet ist.⁵¹⁹ Als kontrollneutral wird ein Angebot dann angesehen, wenn der Anbieter bereits vor der Unterbreitung über mehr als 50 Prozent der Stimmrechte verfügt, oder die Zielgesellschaft in ihren Statuten ein Opting Out verankert hat.

Das bedeutet also, dass bei denjenigen freiwilligen Angeboten die Regelungen für Pflichtangebote einzuhalten sind, bei denen ein Anbieter, der über einen Stimmrechtsanteil

⁵¹³ Davon wurde die Fusion bei Hiestand (2008) ohne vorheriges Angebot vollzogen.

⁵¹⁴ Die Aktien der TAG Heuer AG (1999) wurden nach Abschluss des Angebots dekotiert. Auf Grund der damaligen Veröffentlichungspraxis kann aber nicht mit Sicherheit ausgeschlossen werden, dass dieser Fall in einer Kraftloserklärung endete.

⁵¹⁵ Die Spaltung betrifft den Fall der Eichhof Holding AG (2008). Der eine Teil der Gesellschaft ist weiter kotiert unter dem Namen Datacolor, der andere Teil, die Eichhof Getränke Holding wurde mittels Absorptionsfusion fusioniert.

⁵¹⁶ Davon hielt in 5 Fällen der Anbieter mehr als 90 Prozent der Stimmrechte und hat aber dennoch keinen Gebrauch von seinem Recht auf einen Squeeze-out Merger gemacht.

⁵¹⁷ Dargestellt wurden die Kursverläufe folgender Gesellschaft: ADIA, CEMENTIA, Konsum Verein Zürich KVZ, Landis&GYR, Leu, Vgl. Finanz und Wirtschaft vom 23. Februar 1991, S. 31.

⁵¹⁸ Zum gleichen Ergebnis kommt auch HELMIS(2003) mit Hilfe einer modelltheoretischen Analyse, vgl. HELMIS(2003), S. 171ff. Doch es gibt auch Kritik an der Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots, vgl. dazu BÖHMER(2004), S. 15ff.

⁵¹⁹ Vgl. AREGGER(2005), S. 96f.

von unter $33\frac{1}{3}$ Prozent verfügt, ein Angebot unterbreitet, welches sich auf Beteiligungspapiere erstreckt, die - sofern sie unter dem Angebot angedient werden – den Stimmrechtsanteil auf über $33\frac{1}{3}$ Prozent erhöhen würden.

Wenn der Anbieter nur ein sogenanntes Teilangebot unterbreitet und einen Stimmrechtsanteil von unter $33\frac{1}{3}$ der Stimmrechte einsammeln möchte, ist er nicht den Regeln für Pflichtangebote unterworfen.

2.5.1 Besondere Vorschriften für Pflichtangebote

Ein Pflichtangebot muss dann lanciert werden, wenn der Anbieter die Schwelle von $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte überschreitet, sofern die Gesellschaft kein Opting Out oder Opting Up⁵²⁰ in ihren Statuten verankert hat.⁵²¹

Die detaillierte Regelung obligatorischer Angebote befindet sich in den Art. 28 ff. BEHV-FINMA.

Ein Pflichtangebot muss sich auf alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erstrecken, weshalb dieses immer als Vollangebot auszugestalten ist. Dies bedeutet, dass es sich auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erstrecken muss, und hat daneben Finanzinstrumente wie Wandel- und Erwerbsrechte mit einzuschließen, falls diese während der Angebotsfrist ausgeübt werden.⁵²² Die Angebotspflicht besteht auch für Gesellschaften, die vinkulierte Namenaktien ausgegeben haben. Das Bundesgericht entschied im Fall Baumgartner Papiers Holding AG (2002), dass die Angebotspflicht auch dann ausgelöst wird, wenn die Stimmrechte, die zur Überschreitung des Schwellenwertes führen, nicht ausübbar sind.⁵²³ Begründet wurde dieses Urteil damit, dass die gehaltenen Aktien des Anbieters eine Sperrminorität für Beschlussfassungen darstellen können, welche ein statutarisch festgelegtes hohes Quorum verlangen.

Für die Auslösung der Angebotspflicht spielt es keine Rolle, ob der Grenzwert durch eine einzige Pakettransaktion oder durch sukzessives Aufkaufen erzielt wurde.⁵²⁴ Ebenso wenig von Bedeutung für die Angebotspflicht ist es, ob sich die Stimmrechte nur aus kotierten Beteiligungspapieren zusammensetzen oder auch nicht kotierte Titel enthalten. Die

⁵²⁰ Vgl. Art. 32 Abs. 1 BEHG.

⁵²¹ WEICHSLER(2009) sieht in einem Opting Out oder in einem Opting Up eine Verletzung der Mitwirkungsrechte der Minderheitsaktionäre, da ein Großaktionär die Beschlüsse der Generalversammlung bestimmt, aber nicht gleichzeitig die Pflicht hat, für alle vorhandenen Stimmrechte ein angemessenes Angebot zu unterbreiten. Vgl. WEICHSLER(2009), S. 59.

⁵²² Vgl. Art. 33 Abs. 2 BEHV-FINMA.

⁵²³ Vgl. TSCHÄNI(2001), S. 300ff.

⁵²⁴ Vgl. BERNET(1998), S. 216.

unkotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft müssen aber nicht mit übernommen werden. Ein Pflichtangebot wird unter Umständen auch dann ausgelöst, wenn der Erwerb der Aktien indirekt erfolgt, wie beispielsweise in den Fällen der Société Montreux-Palace S.A. (2001) und der Aare-Tessin AG (2004).

Die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots bei Überschreiten der $33\frac{1}{3}$ Prozent-Schwelle soll in erster Linie dem Minderheitenschutz dienen.⁵²⁵ Aus diesem Grund wird die Angebotspflicht in der Literatur teilweise auch als eine Art Austrittsrecht für die Aktionäre verstanden.⁵²⁶ Denn Pflichtangebote sollen den übrigen Aktionären die Möglichkeit geben, in angemessener Weise von ihrem Exit-Recht Gebrauch zu machen, wenn sie die Existenz eines neuen Großaktionärs missbilligen oder mit dessen Zielsetzungen nicht einverstanden sind.⁵²⁷

Die Frage, warum der Grenzwert auf $33\frac{1}{3}$ Prozent festgelegt wurde, lässt sich damit erklären, dass bei einer derartigen Beteiligung schon eine bedeutsame Einflussnahme auf die Gesellschaft ausgeübt werden kann. Zu denken ist in diesem Zusammenhang etwa an die nach Art. 704 OR wichtigen Beschlüsse bei einer Generalversammlung, die nur mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen gefasst werden dürfen.⁵²⁸ Bedenkt man zusätzlich die allgemein geringe Präsenz schweizerischer Generalversammlungen, so besteht mit einem Stimmrecht in Höhe von $33\frac{1}{3}$ Prozent nicht nur die Handhabe einer Sperrminorität, sondern unter Umständen noch die Gelegenheit, Beschlüsse auf der Generalversammlung auch gegen den Willen der übrigen vertretenen Aktionäre zu fällen. Zudem haben sicherlich ausländische Regeln in diesem Zusammenhang Vorbildcharakter.⁵²⁹

Bei Inkrafttreten des Gesetzes im Januar 1998 galt allerdings noch eine Übergangsregelung. Diese sah vor, dass die Angebotspflicht nur dann ausgelöst wurde, wenn bei Inkrafttreten des Gesetzes die Stimmrechte an der Zielgesellschaft einen Wert zwischen $33\frac{1}{3}$ und 50 Prozent einnahmen, und wenn der Inhaber der Stimmrechte danach die Schwelle von 50 Prozent überschreitet.⁵³⁰ Keines der Pflichtangebote zwischen 1998 und 2008 musste jedoch auf

⁵²⁵ Vgl. KÖPFLI(2000), S. 54ff, SCHLEIFFER(2006), S. 159.

⁵²⁶ Vgl. BÜREN/BÄHLER(1996), S. 401.

⁵²⁷ Vgl. BERNET (1998), S. 212.

⁵²⁸ Als wichtige Beschlüsse werden in diesem Zusammenhang folgende Beschlüsse genannt: die Änderung des Gesellschaftszwecks, die Einführung von Stimmrechtsaktien, die Beschränkung der Übertragbarkeit von Namenaktien, eine genehmigte oder bedingte Kapitalerhöhung, die Kapitalerhöhung aus Eigenkapital gegen Sacheinlage oder zwecks Sachübernahme und die Gewährung von besonderen Vorteilen, die Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts, die Verlegung des Sitzes der Gesellschaft oder die Auslösung der Gesellschaft ohne Liquidation.

⁵²⁹ Der City Code und der EU-Richtlinienentwurf haben einen Grenzwert für die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots bei 30%.

⁵³⁰ Vgl. Art. 52 BEHG.

Grund dieser Übergangsregelung lanciert werden, sondern die Angebotspflicht wurde in allen Fällen durch die Überschreitung des Grenzwertes gemäß Art. 32 Abs. 1 BEHG ausgelöst.

Eine Angebotspflicht besteht auch dann, wenn zwar einzelne Aktionäre für sich gesehen den Schwellenwert nicht überschreiten, sich jedoch zu einer Gruppe zusammengeschlossen haben, mit dem Ziel, die Herrschaft über die Zielgesellschaft zu erreichen.⁵³¹ Eine enge Auslegung des Wortlauts der entsprechenden Gesetzesgrundlage kann hier nicht befürwortet werden, denn ein Einzelaktionär, der den Schwellenwert überschreitet, ist zur Angebotsunterbreitung verpflichtet, auch wenn sein vordergründiges Ziel nicht in der Beherrschung der Zielgesellschaft zu suchen ist. Deshalb sollte die Angebotspflicht für eine Aktionärsgruppe nicht davon abhängen, ob ein tatsächlicher Wille zur Beherrschung der Zielgesellschaft vorhanden ist, wobei dessen Nachweis schwer zu führen sein dürfte.⁵³²

Ist der Zusammenschluss der Aktionärsgruppe allerdings nur von begrenzter Zeitdauer, so besteht keine Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots.

Bis zum Jahr 2006 war man der Meinung, dass Call-Optionen erst nach deren Ausübung den Stimmrechten des Anbieters zugerechnet werden dürfen, auch wenn sie als amerikanisch ausgestaltete Optionen jederzeit ausübbar sind.⁵³³ Die fehlende Zurechnung hatte zur Folge, dass es unter Umständen nicht zu einer Auslösung der Angebotspflicht gekommen ist, obwohl der betreffende Aktionär faktisch die Gesellschaft beherrschte. Im Fall Saurer hat sich gezeigt, dass mit Hilfe von Call-Optionen eine nennenswerte Beteiligung unbemerkt aufgebaut werden kann.⁵³⁴ Die Übernahmekommission vollzog aus diesem Grund eine Praxisänderung und legte fest, dass Stimmrechte, die aus Optionen entstehen können, den Stimmrechten des Anbieters dann zuzuordnen sind, wenn zum einen mit der Optionsstrategie eine Kontrollübernahme beabsichtigt ist und zum anderen die aus den Optionen entstehenden Stimmrechte einen Konkurrenten von vorneherein abschrecken würden.⁵³⁵ Sofern also die Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes durch eine Optionsstrategie beeinträchtigt wird, ist derjenige, der diese Strategie anwendet, zu einem Übernahmeangebot verpflichtet.⁵³⁶ Doch nicht nur die Stimmrechte, die aus der Ausübung von Optionen entstehen können, welche eine Realerfüllung vorsehen, werden dem Anbieter zugerechnet. Im Fall Saurer

⁵³¹ Vgl. Art. 27 Abs. 1 BEHV-EBK.

⁵³² Vgl. SCHÄRER/AREGGER(2003), S. 151f.

⁵³³ Vgl. KÖPFLI(2000), S. 163, 183; GOTSCHKEV/STAUB(2006), S. 273.

⁵³⁴ Vgl. GYGI(2007), S. 31, WATTER/DUBS(2007), S. 31.

⁵³⁵ Vgl. Empfehlung II Saurer AG vom 31. Oktober 2006 – Angebotsprospekt, Erw. 3.2.3.3.

⁵³⁶ Vgl. MARGIOTTA(2007), S. 248.

handelte es sich auch um Cash Settlement Optionen, die keinen rechtlichen Anspruch auf Aktien vorsehen, sondern lediglich einen Barausgleich. Da aber Aktien zur Absicherung dieser Optionen von der die Option ausgebenden Bank gehalten und diese Optionen als «faktische Optionen» klassifiziert wurden, sind diese Aktien der Anbieterin zugerechnet worden.⁵³⁷ Doch nicht nur Optionsstrategien gehören zu den sogenannten sneaking tactics, mit deren Hilfe unbemerkt eine Beteiligung aufgebaut werden soll, sondern auch das „Parkieren“ oder „Auslagern“ von Wertpapieren, equity swaps, Securities lending und Contracts for Difference (CFD).⁵³⁸ Sofern es dem Aktionär dabei auf die Kontrollausübung ankommt, sind die damit verbundenen Stimmrechte diesem zuzurechnen.

Damit das Überschreiten der $33\frac{1}{3}$ Prozent-Schwelle nicht zu einer Angebotspflicht führt, kann ein Opting Out gemäß Art. 22 Abs. 2 BEHG auch noch nachträglich in die Statuten der Gesellschaft aufgenommen werden.⁵³⁹ Im Gesetz ist ein selektives Opting Out nicht erwähnt, was bedeutet, dass lange Zeit rechtliche Unsicherheit darüber bestand, ob ein Opting Out, welches sich nur auf eine bestimmte Person bezieht, zulässig sei. Diese Unsicherheit hat die EBK mit ihrer Entscheidung im Fall der Übernahme der Esec Holding AG durch die Unaxis Holding AG beseitigt.⁵⁴⁰ Demnach war ein selektives Opting Out, welches nur die Unaxis Holding AG von der Angebotspflicht entbunden hätte, unzulässig.

Ein transaktionsspezifisches Opting Out, welches beispielsweise im Zuge einer Fusion greift würde, ist nach Ansicht von WATTER(2013b) zulässig. In diesem Fall wäre der Hauptaktionär der absorbierenden Gesellschaft nicht verpflichtet, den Aktionären der absorbierten Gesellschaft ein Pflichtangebot zu unterbreiten, wenn er mittels des Vollzugs der Fusion die Schwelle von $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte überschreitet.⁵⁴¹

Die Schwelle von $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte kann bei einem Opting Up auf bis zu 49 Prozent angehoben werden. Dieser Prozentsatz wird zu Recht von einigen Autoren als zu

⁵³⁷ Vgl. HOFSTETTER/HEUBERGER(2007), S. 584. Bei faktischen Optionen besteht zwar kein rechtlicher, aber ein faktischer Anspruch auf die Aktien. Eine ausführliche Beschreibung des Falls Saurer findet sich bei WATTER/DUBS(2008), S. 186ff, PETER/BLAAS/ROOS(2010), S. 176ff sowie EMMENEGGER(2010), S. 1765ff.

⁵³⁸ Vgl. PETER/BLAAS/ROOS(2010), S. 176, IFFLAND(2007). Mit Hilfe von CFDs schaffte Laxey Partners den unbemerkten Beteiligungsaufbau an der Implenja AG von 12,226% auf 22,89%. Eine Beschreibung dazu findet sich bei PETER/BLAAS/ROOS(2010), S. 178f. Das Urteil des Bundesgerichts zu diesem Fall wird bei RAMPINI/WIESER(2010) besprochen. Auch in Deutschland erfreuen sich derartige Maßnahmen großer Beliebtheit, um relativ unbemerkt größere Positionen an einer Gesellschaft aufzubauen. Beispielsweise setzte die Schaeffler KG cash-settled equity total return swaps ein, um an über 28% der Stimmrechte an der Continental AG zu gelangen, vgl. SCHANZ(2008).

⁵³⁹ Vgl. Art. 22 Abs. 3 BEHG.

⁵⁴⁰ Vgl. Verfügung der EBK vom 23. Juni 2003 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holding AG

⁵⁴¹ Vgl. WATTER(2013b), S. 9ff.

hoch angesehen.⁵⁴² Denn bedenkt man die geringe Präsenz der Aktionäre auf schweizerischen Generalversammlungen, so beherrscht ein Aktionär die Gesellschaft schon bei einer geringeren Beteiligung.

Per 31. Dezember 2007 hatten 22,48 Prozent der an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen in ihren Statuten ein Opting Out, 5,82 Prozent ein Opting Up aufgenommen.⁵⁴³ Kein Opting Out in den Statuten zu verankern bedeutet dagegen für die Gesellschaft, sich in stärkerer Weise dem Markt für Unternehmenskontrolle zu stellen, was auch dazu beiträgt, dass die Bewertungslücke zwischen dem Wertpotential der Gesellschaft und der Börsenkaptalisierung verringert wird.⁵⁴⁴

Da die Angebotspflicht das Handeln großer Beteiligungspakete erschwert, gibt es neben einem Opting Out eine Reihe an Ausnahmetatbeständen von der Angebotspflicht, die in Art. 32 Abs. 2 und 3 BEHG, in Art. 38 Abs. 1 BEHV-FINMA sowie in Art. 39 Abs. 2 BEHV-FINMA aufgeführt sind.⁵⁴⁵

Grundsätzlich wird derjenige von der Angebotspflicht befreit, der die Stimmrechte durch Schenkung, Erbgang, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben hat. Eine weitere generelle Ausnahme besteht zum einen für die Fälle, in denen der Grenzwert im Rahmen einer Sanierung überschritten wurde, bei der das Kapital zur Verlustverrechnung herabgesetzt und im Anschluss wieder erhöht wird. Zum anderen besteht eine Ausnahme in den Fällen, in denen eine Bank oder ein Effekthändler im Rahmen einer Festübernahme die Beteiligungspapiere spätestens nach einer Frist von drei Monaten verkauft. Die übrigen Ausnahmetatbestände bedürfen der Zustimmung der Aufsichtsbehörde. Ein solcher Sachverhalt liegt vor, wenn die Stimmrechte nur innerhalb einer organisierten Gruppe übertragen werden, wenn nach einer Reduktion der gesamten Stimmrechte der Zielgesellschaft ein Aktionär bei unverändertem eigenen Bestand den Grenzwert überschreitet, wenn der Grenzwert nur vorübergehend überschritten wird oder wenn der Bezug der entsprechenden Stimmrechte unentgeltlich erfolgte bzw. durch eine vorzugsweise Zeichnung im Rahmen einer Kapitalerhöhung.⁵⁴⁶ Weitere in der Börsenverordnung der FINMA genannte Ausnahmen betreffen die Fälle, in denen der Erwerber auf Grund eines bereits vorhandenen Großaktionärs, der über einen größeren Stimmrechtsanteil verfügt, die

⁵⁴² Vgl. stellvertretend KOHLIK(2005), S. 176.

⁵⁴³ Vgl. SWX(2007a). Von den 15 Unternehmen mit Opting Up wählten jeweils 2 eine Schwelle von 40% bzw. 45%, die restlichen 11 Unternehmen wählten eine Schwelle von 49%.

⁵⁴⁴ Vgl. SCHENKER(2009), S. 23.

⁵⁴⁵ Für weitere Erläuterungen zu den Ausnahmetatbeständen vgl. EGGEN(2007a), S. 59ff.

⁵⁴⁶ Vgl. Art. 32 Abs. 2 BEHG.

Zielgesellschaft nicht kontrollieren kann, in denen ein Mitglied einer organisierten Gruppe innerhalb der Gruppe Stimmrechte übertragen bekommt, mit denen er alleine den Grenzwert überschreitet, und in denen der Erwerb der den Grenzwert überschreitenden Beteiligungstitel einen indirekten Erwerb von Titeln der Zielgesellschaft darstellt, sofern dabei die Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft beachtet werden, und der Erwerb nicht zu den Hauptzielen der Transaktion zählt.

Das Gesuch um die Bewilligung einer Ausnahme von der Angebotspflicht wird nicht direkt an die FINMA gerichtet, sondern ist in einem ersten Schritt an die Übernahmekommission zu stellen.⁵⁴⁷ Für den Zeitraum von 1998 bis 2008 hat die Übernahmekommission 40 Ausnahmen von der Angebotspflicht auf ihrer Homepage publiziert. Die häufigsten Begründungen für die Gewährung einer Ausnahme sind die nur vorübergehende Überschreitung des Grenzwertes von $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte, Veränderungen bei der Zusammensetzung der organisierten Gruppe, und die Tatsache, dass es bei der Stimmrechtsübertragung nicht zu einem echten Kontrollwechsel kommt.

Das wohl wichtigste Element eines Übernahmeangebots stellt der Angebotspreis dar, dessen Höhe darüber entscheiden kann, ob ein Angebot erfolgreich ist oder nicht. Im Falle eines obligatorischen Angebots ist der Anbieter nicht mehr frei in der Wahl des Angebotspreises. Er hat vielmehr die Mindestpreisvorschriften zu beachten.⁵⁴⁸

Seit dem 1. Januar 2009 muss ein Anbieter bei einem Pflichtangebot zwingend ein alternatives Barangebot unterbreiten, wenn er ein Umtauschangebot unterbreiten möchte, und dies unabhängig davon, ob er die das Pflichtangebot auslösende Schwelle mittels Kauf oder Tausch erreicht hat.⁵⁴⁹ Bei einem freiwilligen Angebot, bei dem die Bestimmungen über Pflichtangebote einzuhalten sind⁵⁵⁰, hatte der Anbieter bis zum 1. Mai 2013 kein alternatives Barangebot zu unterbreiten, sofern er nicht gegen Barzahlung Beteiligungspapiere von der Voranmeldung bis sechs Monate nach dem Ende der Nachfrist erwirbt.⁵⁵¹ Somit waren während dieser Frist Zukäufe über die Börse für diese Anbieter ausgeschlossen, um beispielsweise über die notwendige Schwelle für eine Kraftloserklärung zu kommen.⁵⁵² Mit Revision der Übernahmeverordnung, welche am 1. Mai 2013 in Kraft getreten ist, ist der

⁵⁴⁷ Vgl. Art. 38 Abs. 2 BEHV-FINMA i.V.m. Art. 61 Abs. 1 UEV.

⁵⁴⁸ Vgl. Kapitel 2.4.3.3.2.

⁵⁴⁹ Vgl. Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA.

⁵⁵⁰ Dies bedeutet, dass ein Anbieter, der über einen Stimmrechtsanteil von unter $33\frac{1}{3}$ Prozent verfügt, ein Angebot unterbreitet, welches sich auf Beteiligungspapiere erstreckt, die - sofern sie unter dem Angebot angedient werden - den Stimmrechtsanteil auf über $33\frac{1}{3}$ Prozent erhöhen würden.

⁵⁵¹ Vgl. TSCHÄNI/DIEM/WOLF(2009), S. 93.

⁵⁵² Vgl. ESSEBIER/GLATTHAAR(2009), S. 200f.

Anbieter gemäß Art. 9a UEV nur dann zu einem alternativen Barangebot gezwungen, wenn er zwischen der Veröffentlichung des Angebots und dessen Vollzug Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen bar erwirbt, oder falls er bei einem Kontrollwechsel-Angebot in den 12 Monaten vor Veröffentlichung des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft mit einem Anteil am Kapital von mindestens 10 Prozent gegen bar erworben hat

Was einer gesetzlichen Änderung bedarf, ist die Tatsache, dass bei einem Pflichtangebot, bei dem Aktien oder sonstige Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, die als Gegenleistung offerierten Beteiligungspapiere weder liquide noch börsenkotiert sein müssen.⁵⁵³

Das Pflichtangebot ist allgemein als bedingungsloses Angebot zu unterbreiten. Beim Vorliegen wichtiger Gründe darf aber selbst ein Pflichtangebot an Bedingungen geknüpft werden. Als wichtige Gründe erachtet es das Gesetz, wenn für den Erwerb der Aktien, welche den Grenzwert überschreiten, erst die Genehmigung einer Behörde einzuholen ist, wenn die zugrunde liegenden Beteiligungspapiere beispielsweise durch eine Vinkulierung kein Stimmrecht verschaffen, oder wenn der Anbieter verlangt, dass konkrete Veränderungen der wirtschaftlichen Substanz der Zielgesellschaft unterbleiben.

Das obligatorische Angebot ist innerhalb einer Frist von zwei Monaten nach Überschreitung des Grenzwertes zu lancieren, sofern die Frist nicht durch die Übernahmekommission verlängert wird.⁵⁵⁴ Eine Missachtung der Angebotspflicht hat als Sanktion zur Folge, dass das Stimmrecht suspendiert werden kann, allerdings nur, wenn die Aufsichtsbehörde, die Zielgesellschaft oder ein Aktionär der Zielgesellschaft dies beim Richter verlangt. Im Zeitraum von 1998 bis 2008 kam es nur zu einem einzigen derartigen Fall. Bei der Übernahme der GNI Global Net International AG (2007) beantragte die Übernahmekommission eine Suspendierung des Stimmrechts. Die Eidgenössische Bankenkommision erwirkte daraufhin beim Richter die Suspendierung des Stimmrechts bis zu dem Zeitpunkt, zu dem die Anbieterin der Angebotspflicht nachgekommen ist.⁵⁵⁵

Seit dem 1. Mai 2013 kann die Übernahmekommission außerdem bei Missachtung der Angebotspflicht dem betreffenden Aktionär, und den mit ihm in gemeinsamer Absprache

⁵⁵³ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 37

⁵⁵⁴ Vgl. Art. 37 BEHV-FINMA.

⁵⁵⁵ Vgl. Empfehlung IV in Sachen GNI Global Net International AG vom 12. Juli 2007, I., N., O., T.

handelnden Personen verbieten, weitere Aktien oder Optionen bezüglich Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben.⁵⁵⁶

Sollte ein Großaktionär seiner Angebotspflicht bei Überschreitung der 33¹/₃ Prozent-Schwelle nicht nachkommen, besteht für die Aktionäre der Zielgesellschaft theoretisch die Möglichkeit, eine Zivilklage auf Abnahme und Bezahlung ihrer Aktien zu erheben.⁵⁵⁷ Die tatsächliche Durchsetzung unter Verwaltungszwang dürfte sich indes schwierig gestalten, vor allem, wenn die Finanzierung des Angebots nicht sichergestellt werden kann.⁵⁵⁸

Eine Buße wegen dieser Pflichtverletzung ist allerdings auf Grund der im Börsengesetz fehlenden Rechtsgrundlage nicht möglich.⁵⁵⁹

2.5.2 Empirische Befunde

Von den 124 zwischen 1998 und 2008 lancierten Angeboten fallen 33 in die Kategorie der Pflichtangebote, während 91 freiwillig unterbreitet wurden. Die Anzahl der Pflichtangebote und freiwilligen Angebote im Jahresvergleich zeigt Abbildung 12.

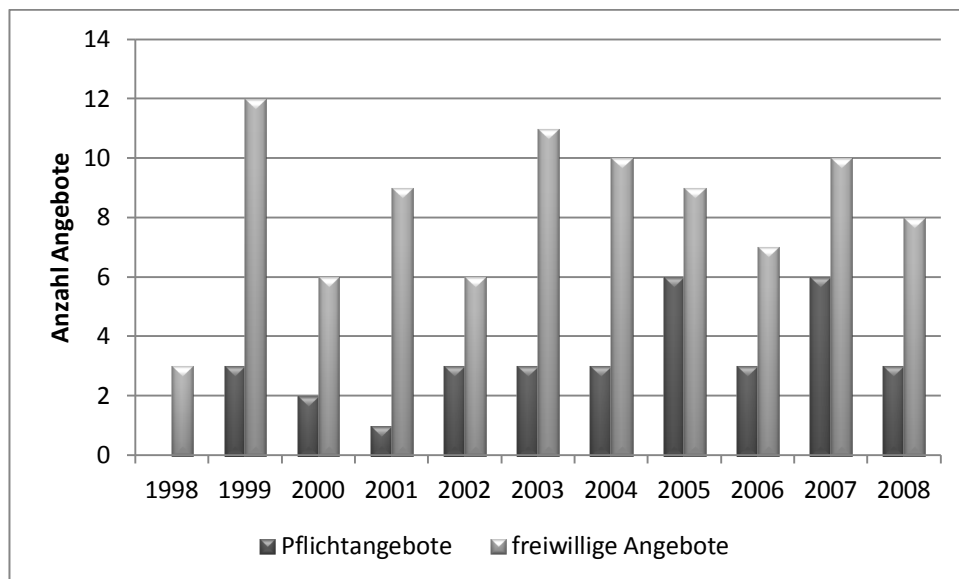


Abb. 12: Pflichtangebote und freiwillige Angebote

Viele Übernahmeangebote werden mit der Intention der vollständigen Kontrollausübung über die Zielgesellschaft und damit mit dem Ziel des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre unterbreitet. Von den Pflichtangeboten führten allerdings nur 14 Angebote und damit 42

⁵⁵⁶ Vgl. Art. 32 Abs. 7 lit. b BEHG.

⁵⁵⁷ Vgl. KÖPFLI(2000), S. 66.

⁵⁵⁸ Vgl. KÖPFLI(2000), S. 69.

⁵⁵⁹ Vgl. KÖPFLI(2000), S. 282.

Prozent zu einem Ausschluss, während bei den freiwilligen Angeboten 55 Angebote und damit 60 Prozent zum gewünschten Erfolg des vollständigen Minderheitenausschlusses führten. Der bei Pflichtangeboten geringere Anteil kann damit in Verbindung stehen, dass vier Angebote weder vom Anbieter noch von der Zielgesellschaft erwünscht sind und damit für alle Seiten als erzwungen eingestuft werden können.⁵⁶⁰

Sieben der 33 Pflichtangebote wurden zum gesetzlichen Mindestpreis unterbreitet. Dabei stellt bei vier Angeboten der maßgebliche Börsenkurs den Angebotspreis dar.⁵⁶¹ Bei drei Angeboten wird der Angebotspreis durch einen 25-prozentigen Abschlag auf den maximalen Vorerwerbspreis berechnet.⁵⁶² Bei den übrigen 26 Angeboten liegt der Angebotspreis über dem Mindestpreis.

Von den 91 freiwilligen Angeboten wird kein Angebot genau zum Mindestpreis unterbreitet, sondern der Angebotspreis liegt in 87 Fällen über dem Mindestpreis und in 4 Fällen darunter.

2.6 Feindliche Angebote

Ob ein Angebot als feindliches Angebot einzustufen ist, geht aus der Empfehlung des Verwaltungsrats gemäß Art. 30 Abs. 3 UEV an die Aktionäre der Zielgesellschaft hervor. Empfiehlt der Verwaltungsrat die Annahme des Angebots, ist dieses als freundliches Angebot zu klassifizieren; empfiehlt er dagegen die Ablehnung, handelt es sich um ein feindliches Angebot. Verzichtet der Verwaltungsrat auf eine Empfehlung und legt lediglich die Vor- und Nachteile dar, handelt es sich um ein neutrales Angebot bzw. um einen unopposed takeover.⁵⁶³

Diese Klassifizierungen geben jedoch keine Auskunft darüber, ob ein Angebot für den Aktionär von Vorteil ist oder nicht, denn die Interessen von Aktionären und Verwaltungsrat können stark divergieren.

Von den 124 Angeboten, die von 1998 bis 2008 lanciert wurden, sind 91 freundlich eingeleitet, 21 feindlich eingeleitet und 12 neutral eingeleitet worden. Abbildung 13 zeigt die Anzahl der entsprechenden Angebote im Jahresvergleich.

⁵⁶⁰ Esec (2000), Jelmoli (2003), Atel (2006), Bank Sarasin (2007)

⁵⁶¹ Atel (2004), Mach Hitech (2005), Swiss International Air Lines (2005), Speedel (2008).

⁵⁶² UDT Group (2002), Bank Sarasin (2007), Implenia (2008).

⁵⁶³ Vgl. RAGGENBASS(1999), S. 4., GEHRER(2003), S. 13.

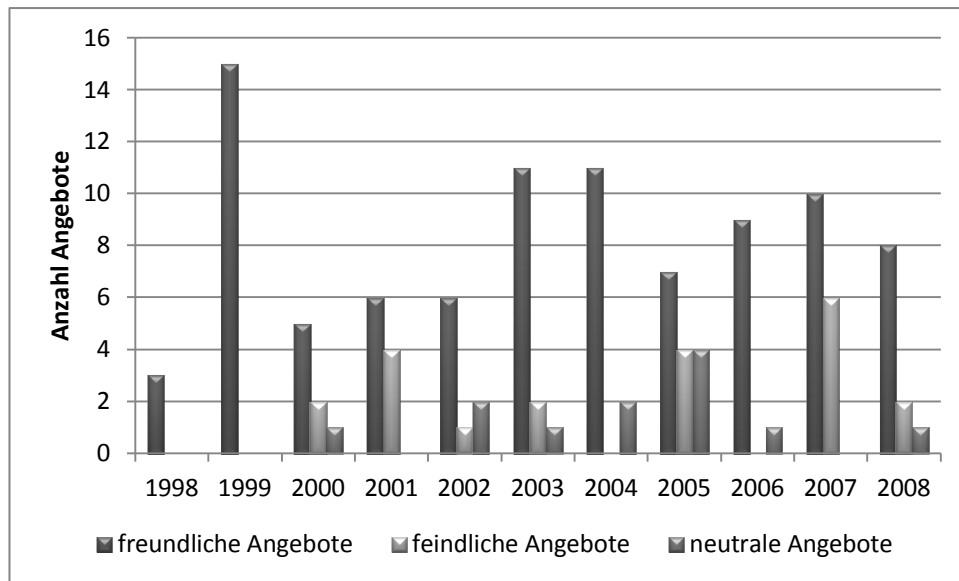


Abb. 13: Freundliche, feindliche und neutrale Angebote

Während der Übernahmeverfahren kam es in neun Fällen zu einer Änderung der Empfehlung des Verwaltungsrats, sechs davon betreffen konkurrierende Angebote. Vier Angebote, die feindlich eingeleitet wurden, wurden freundlich beendet.⁵⁶⁴ Bei drei Angeboten, die freundlich eingeleitet wurden, stellte sich der Verwaltungsrat im Verlauf der Übernahme neutral gegenüber.⁵⁶⁵ Beim feindlich eingeleiteten Angebot der Hexagon für die Leica Geosystems verhielt sich der Verwaltungsrat nach der Angebotserhöhung neutral, bei den konkurrierenden Angeboten für die Sopafin AG (2002) verhielt sich der Verwaltungsrat zunächst neutral, im Verlauf der Übernahme allerdings empfahl er nach Rückzug des ersten Anbieters die Annahme des zweiten Angebots.

Der Druck, der durch ein feindliches Übernahmeangebot auf dem Verwaltungsrat lastet, wird diesen in aller Regel zum Handeln veranlassen. Dies kann sich positiv oder aber auch negativ auf den Unternehmenswert auswirken, je nachdem welche Handlungen der Verwaltungsrat vornimmt. Einige Unternehmen haben für diese Zwecke sogenannte M&A-Manuals ausgearbeitet, bei denen es sich um gesellschaftsinterne Dokumente handelt, die die Handlungsanweisungen für den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung im Zuge eines feindlichen Übernahmeangebots enthalten.⁵⁶⁶

⁵⁶⁴ Forbo Holding AG (2005), Converium AG (2007), SIG AG (2007, konkurrierendes Angebot), Baumgartner Papiers Holding AG (2008).

⁵⁶⁵ Dies geschah entweder wegen eines hinzukommenden zweiten Angebots (Centerpulse (2003), InCentive (2003)) oder wegen einer Angebotserhöhung im Fall konkurrierender Angebote (Leica Geosystems (2005); Edelweiss-Angebot).

⁵⁶⁶ Vgl. TSCHÄNI/DIEM(2008), S. 98ff.

Während in Deutschland vor Inkrafttreten des WpÜG am 1. Januar 2002 die herrschende Meinung von einer Neutralitätspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft ausging⁵⁶⁷, war der Verwaltungsrat durch den Übernahmekodex nicht eingeschränkt in der Auswahl seiner Abwehrmaßnahmen. Er hatte lediglich die Einschränkungen durch die Gesetze und die Statuten der Gesellschaft zu beachten.⁵⁶⁸ Dies könnte auch der Grund dafür sein, dass es in dieser Zeit einen „Mangel“ an feindlichen Übernahmeangeboten gab.

Dennoch fanden in der Schweiz auch schon vor Einführung des Börsengesetzes schlagzeilenträchtige feindliche Übernahmen statt. In diesem Zusammenhang ist besonders auf den Übernahmeveruch der Denner AG im Jahr 1971 zu verweisen, die den Aktionären des Konsumvereins Zürich 5000 Schweizer Franken je Aktie bot, obwohl die Aktie nur bei 200 bis 250 Schweizer Franken notierte.⁵⁶⁹ Dieser Übernahmeveruch scheiterte allerdings an der nicht durchgeführten Statutenrevision. Während der Geltungsdauer des Übernahmekodex, also von September 1989 bis Dezember 1997, gab es nur ein einziges feindliches Übernahmeangebot, nämlich die Übernahme der Holvis AG.⁵⁷⁰

Im Börsengesetz sind die erlaubten Abwehrmaßnahmen näher spezifiziert, wodurch die Handlungen des Verwaltungsrats im Verlauf der Übernahme stark eingeschränkt sind. Die Regelungen der Abwehrmaßnahmen finden sich im Art. 29 Abs. 2 und 3 BEHG sowie in den Art. 35 ff. UEV wieder. Diese Regulierung wurde nicht nur durchgeführt, um einen Anbieter vor massiven Gegenmaßnahmen des Verwaltungsrats zu schützen, sondern auch im Sinne der Aktionäre der Zielgesellschaft. Denn es ist denkbar, dass der Verwaltungsrat auch ein für die Aktionäre werthaltiges Angebot ablehnt und entsprechende Maßnahmen gegen dieses Angebot betreibt, wenn beispielweise nach Vollzug des Angebots die Auswechslung des Verwaltungsrats ohne Abgangsentschädigung geplant ist. Dies bedeutet, dass feindliche Angebote per se nicht als negativ eingestuft werden dürfen und somit weder generell verhindert noch gefördert werden sollten.⁵⁷¹ Die Einschränkung der Abwehrmaßnahmen, die der Verwaltungsrat eigenständig ergreifen kann, und die Kompetenzverschiebung⁵⁷² hierbei zur Generalversammlung soll demnach eine Interessenharmonisierung des Verwaltungsrats und der Aktionäre der Zielgesellschaft herbeiführen.

⁵⁶⁷ Vgl. BIRKE(2006), S. 82. In Deutschland wurden feindliche Übernahmen in früheren Zeiten als „Irrwege des amerikanischen Kapitalismus“ angesehen, WENGER(1989), S. 269.

⁵⁶⁸ Vgl. STRAZZER(1993), S. 184.

⁵⁶⁹ Vgl. BOEMLE(1990), S. 420f sowie die Berichterstattung in der Neuen Zürcher Zeitung vom 2. Mai 1971 und 4. November 1971.

⁵⁷⁰ Vgl. RAGGENBASS(1999), S. 4.

⁵⁷¹ Vgl. BERNET(1998), S. 274.

⁵⁷² Ob es sich tatsächlich um eine Kompetenzverschiebung handelt, ist umstritten. Dafür votiert u.a. MARGIOTTA(2005), S. 158; anderer Meinung ist BÖCKLI(2004), §7 N 190ff.

Eine Definition für den Begriff „Abwehrmaßnahmen“ sucht man im Gesetz vergebens. In Übereinstimmung mit diversen Empfehlungen der Übernahmekommission ergibt sich folgende Begriffsbestimmung: „Abwehrmaßnahmen sind alle Handlungen der zuständigen Organe, die bei objektiver Betrachtungsweise geeignet sind, eine unerwünschte Übernahme zu erschweren oder zu verhindern.“⁵⁷³

Abwehrmaßnahmen können in zeitlicher Hinsicht in zwei Kategorien eingeteilt werden. Werden die Abwehrmaßnahmen vor der Veröffentlichung einer Übernahmeabsicht ergriffen, so spricht man von präventiven Abwehrmaßnahmen. Dagegen versteht man unter Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen solche, die erst während eines Übernahmeangebots in die Wege geleitet werden.⁵⁷⁴

Mit präventiven Abwehrmaßnahmen wird die Intention verfolgt, es gar nicht zu einer Übernahmesituation kommen zu lassen. Die „Klassiker“ der präventiven Maßnahmen sind die Vinkulierung bzw. Stimmrechtsbeschränkungen, Golden parachutes, Poison Pills⁵⁷⁵, ein gestaffelter Verwaltungsrat⁵⁷⁶ oder Petrifizierungsklauseln.⁵⁷⁷ Allerdings sind beispielsweise unüblich hohe Abgangsentschädigungen gesetzlich verboten.⁵⁷⁸

Um sich bereits im Vorfeld vor einer drohenden feindlichen Übernahme zu schützen, werden in Deutschland vermehrt sogenannte „Corporate Broker“ eingesetzt, deren Aufgabe es ist, einer Gesellschaft genaue Informationen über ihre Aktionäre und deren Absichten zu liefern.⁵⁷⁹

In der Schweiz dagegen wird durch die weit verbreitete Vinkulierung versucht, feindliche Übernahmen zu verhindern. Dem Verwaltungsrat wird mit der Vinkulierung ein Mittel in die Hand gegeben, um den Unternehmenskontrollmarkt auszuhebeln und damit auch sinnvolle Übernahmen zu erschweren oder unmöglich zu machen. Um einen unerwünschten Anbieter loszuwerden, ist der Verwaltungsrat bei der Suche nach möglichen Ablehnungsgründen äußerst einfallsreich. Beispielsweise wird hierbei die Verletzung der Meldepflicht als Grund für die Ablehnung genannt.⁵⁸⁰ Nach Ansicht von KUNZ(2007) haben diese beiden Aspekte „ähnlich viel miteinander gemein wie die «Euro 2008» und ein «Kopfsalat», nämlich

⁵⁷³ GEHRER(2003), S. 15.

⁵⁷⁴ Vgl. GEHRER(2003), S. 16.

⁵⁷⁵ Bei Poison Pills, die im Deutschen auch als Giftpillen bezeichnet werden, handelt es sich um Statutenänderungen, die zum Ziel haben, zu einer Verteuerung der Übernahme beizutragen wie beispielsweise die Verlängerung der Vertragslaufzeit des bisherigen Managements. Vgl. dazu MÄNTYSAARI(2010), S. 511.

⁵⁷⁶ Hierbei werden die Mitglieder des Verwaltungsrats mit unterschiedlichen Amtszeiten in den Verwaltungsrat gewählt, was eine gewisse Kontinuität bringen soll.

⁵⁷⁷ Vgl. GEHRER(2003), S. 17.

⁵⁷⁸ Vgl. Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV.

⁵⁷⁹ Vgl. SCHULZ(2007), S. 23.

⁵⁸⁰ Vgl. FLÜTSCH(2007).

überhaupt nichts⁵⁸¹. Vinkulierungsklauseln dienen - so wie sie in der heutigen Praxis angewandt werden - in erster Linie dem Verwaltungsrat und sind für einen funktionierenden Unternehmenskontrollmarkt nur hinderlich. Denn die Vinkulierung schützt das Management vor dem Eingriff unerwünschter Großaktionäre, was zur Folge hat, dass eine Disziplinierung des Managements bei eventuellem Fehlverhalten - wenn überhaupt - nur in sehr eingeschränkter Form vollzogen werden kann.

Der Versuch, die Vinkulierungsbestimmungen mit Hilfe von Strohmännern zu umgehen, kann zur Folge haben, dass diese Strohmänner wieder aus dem Aktienbuch gestrichen werden, sofern ein fiduziarischer Erwerb vorliegt.⁵⁸² Allerdings dürfte es einer Gesellschaft ziemlich schwer fallen, einen Aktionär in seiner Funktion als Strohmann zu entlarven.

Auch Aktionärsbindungsverträge können die Vinkulierungsbestimmungen nicht umgehen, da sich diese Vorschriften in der Regel nicht nur auf den einzelnen Aktionär, sondern auf die gesamte Aktionärsgruppe erstrecken.⁵⁸³

Eine börsenkotierte Gesellschaft kann einen Aktionär nicht vollständig ablehnen, denn gemäß Art. 685f Abs. 2 OR fehlt dem Inhaber dieser Aktien – sofern die Gesellschaft die Eintragung ablehnt – zwar das Stimmrecht, aber er verfügt über die sonstigen mit der Aktie verbundenen Vermögensrechte.

Im Vergleich zu nichtkotierten Gesellschaften ist es bei kotierten Gesellschaften also möglich, auch dann Aktionär zu werden, wenn die Gesellschaft vinkulierte Aktien ausgegeben hat, und der Verwaltungsrat den betreffenden Aktionär nicht anerkennt. Dieser wird dann als Aktionär ohne Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen.

Eine Ablehnung als Aktionär im Falle der Vinkulierung erfolgt bei kotierten⁵⁸⁴ Gesellschaften entweder auf der Grundlage der Festsetzung einer Prozent- oder Ausländerklausel in den Statuten oder durch die gesetzlich verankerte Treuhänderklausel, welche festlegt, dass derjenige abgelehnt werden kann, der die Aktien nicht im eigenen Namen und auf eigene Rechnung kauft.⁵⁸⁵

Lediglich die Prozentklausel sowie die Ausländerklausel sind als Abwehrmaßnahmen geeignet. Im Jahr 2003 hatten 60 Prozent aller Gesellschaften, die über vinkulierte

⁵⁸¹ KUNZ(2007), S. 33, KUNZ(2008), S. 250ff.

⁵⁸² Vgl. KOHLIK(2005), S. 91.

⁵⁸³ Vgl. DAENIKER/WALLER(2009), S. 94ff.

⁵⁸⁴ DUBS/WIESER(2009) plädieren dafür, dass die Aktien, welche über eine Plattform wie OTC-X der Berner Kantonalbank und damit börsenähnlich gehandelt werden, unter die Regelungen für kotierte Aktien fallen und damit bei diesen Gesellschaften die in den Statuten festgelegte Vinkulierung, die sich auf nichtkotierte Aktien bezieht, ungültig wäre.

⁵⁸⁵ Vgl. Art. 685d ff. OR

börsenkotierte Namenaktien verfügten, eine Vinkulierungsbestimmung mit Abwehrcharakter. Die Mehrzahl der betreffenden Gesellschaften hat in ihren Statuten eine Prozentklausel in Höhe von 5 Prozent angesetzt.⁵⁸⁶

Prozentklauseln können auf zweierlei Weise formuliert sein. Zum einen können sie den Verwaltungsrat ermächtigen, ab einer prozentualen Begrenzung einen Aktionär abzulehnen, und zum anderen können sie den Verwaltungsrat dazu zwingen.⁵⁸⁷ Bei der „Kann“-Vorschrift ist es dem Verwaltungsrat möglich, in unsachgemäßer Weise Einfluss darauf zu nehmen, wer in welchem Umfang an der Generalversammlung abstimmen kann, weshalb die Rechtmäßigkeit dieser Regelung umstritten ist.⁵⁸⁸ Die Übernahmekommission bezeichnete ein derartiges Vorgehen, bei dem nur die „genehmen“ Aktionäre, nicht aber der feindliche Anbieter, mit sämtlichen Aktien eingetragen wird, als pflichtwidrige Anwendung von Vinkulierungsbestimmungen.⁵⁸⁹

Wie bereits erwähnt, fällt eine Gesellschaft auch unter die Regelungen des Börsengesetzes, wenn sie beispielsweise neben nichtkotierten Namenaktien auch über kotierte Inhaberaktien verfügt. Im Jahr 2003 waren an der Schweizer Börse 30 Gesellschaften kotiert, die nichtkotierte vinkulierte Namenaktien ausgegeben haben.⁵⁹⁰ In diesem Fall ist die vollständige Kontrollerlangung schwierig. Denn auf Grund der so genannten escape-Klausel ist es der Gesellschaft möglich, ohne Angabe von Gründen einen Aktionär abzulehnen, sofern die Gesellschaft dem Erwerber anbietet, die Aktien zum wirklichen Wert zu erwerben.⁵⁹¹ Der Status eines Aktionärs ohne Stimmrecht, wie im Fall der kotierten Namenaktien, ist hier nicht möglich, womit eine Aktionärsstellung nicht erreicht werden kann. Neben dieser willkürlichen Ablehnung kann ein Aktionär nichtkotierter Aktien auch auf Grund in den Statuten genannter wichtiger Gründe oder ebenfalls nach Maßgabe der Treuhänderklausel abgelehnt werden.⁵⁹²

Eine Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen, gerade im Fall nichtkotierter Aktien, ist somit – wenn überhaupt – nur schwer möglich, da auch der Rechtsweg wenig Aussicht auf Erfolg verspricht.⁵⁹³

⁵⁸⁶ Vgl. GEHRER(2003), S. 104ff.

⁵⁸⁷ Vgl. WATTER/DUBS(2010), S. 11ff.

⁵⁸⁸ Vgl. GEHRER(2003), S. 89f.

⁵⁸⁹ Vgl. Recommandation Baumgartner Papiers Holding SA du 4 juillet 2000 Cons. 1.3. Das später hinzugezogene Bundesgericht äußerte sich allerdings nicht zu diesem Thema, sondern verwies an das Zivilgericht. Der Übernahmever such ist letztendlich gescheitert.

⁵⁹⁰ Vgl. GEHRER(2003), S. 98.

⁵⁹¹ Vgl. Art. 685b Abs. 1 OR

⁵⁹² Vgl. Art. 685b Abs. 1, 2 u. 3 OR

⁵⁹³ Vgl. GEHRER(2003), S. 134f.

Dennoch zeigt die Übernahmepraxis, dass Vinkulierungsbestimmungen feindliche Übernahmen nicht generell verhindern.⁵⁹⁴ Denn die Einführung der Vinkulierung erfordert zwar das qualifizierte Quorum aus Art. 704 Abs. 1 Zif.3 OR, jedoch schweigt das Gesetz darüber, was die Abschaffung der Vinkulierung betrifft, womit ein Beschluss mittels einfacher Mehrheit nach Art. 703 OR gefasst werden kann. Möchte die Gesellschaft dies verhindern, steht es ihr frei, Petrifizierungsklauseln in ihre Statuten aufzunehmen. Mittels Petrifizierungsklauseln werden die in den Art. 703 f. OR festgelegten gesetzlichen Quoren gesteigert. An Stelle des Begriffs Petrifizierungsklausel findet sich auch häufig der Begriff Lock-up-Klausel. Die entsprechenden Quoren dürfen aber nur insoweit verschärft werden, dass eine Beschlussfassung nicht unmöglich wird.⁵⁹⁵

So scheiterten von 1998 bis 2008 nur zwei Angebote an den Vinkulierungsbestimmungen. Bei den Übernahmeversuchen für die Sulzer AG (2001) sowie für die Implenla AG (2008) wurde jeweils in den Angebotsprospekten die Aufhebung der Vinkulierung und bzw. die Eintragung sämtlicher Aktien der Anbieterin zur Bedingung gemacht. Doch die Generalversammlung lehnte die entsprechenden Anträge in beiden Fällen ab.

Neben der Vinkulierung, also der vollständigen Stimmrechtsverwehrrung, kann das Stimmrecht der Aktionäre mit Hilfe der Ausgabe von Stimmrechtsaktien eingeschränkt werden. Unter Stimmrechtsaktien sind diejenigen Aktien zu verstehen, die bei einem geringeren Nennwert die gleiche Stimmkraft bieten⁵⁹⁶, womit vom Kapitalbeteiligungsprinzip abgerückt wird. Somit lässt sich schon bei einem geringen Kapitaleinsatz große Macht über die Gesellschaft ausüben. Sofern die Stimmrechtsaktien in den Händen von wohlgesonnenen Aktionären liegen, bieten sie einen guten Schutz gegen eine feindliche Übernahme. Sofern sie aber in feindliche Hände geraten, fördern sie den positiven Ausgang einer Übernahme.⁵⁹⁷ Sofern keine Petrifizierungsklauseln in den Statuten verankert sind, genügt für die Abschaffung der Stimmrechtsaktien die einfache Mehrheit aus Art. 703 OR.

Eine weitere Möglichkeit, um das Stimmrecht der Aktionäre einzuschränken, besteht in der Festlegung von Höchststimmübungsklauseln. Üblicherweise findet sich in den Statuten folgende Formulierung: „Bei der Ausübung des Stimmrechtes kann kein Aktionär für eigene

⁵⁹⁴ Vgl. BINDER(2010), S. 4. Demnach entscheidet nicht der Verwaltungsrat, sondern es entscheiden die Aktionäre, ob der neue Aktionär akzeptiert wird.

⁵⁹⁵ Vgl. GEHRER(2003), S. 201.

⁵⁹⁶ Allerdings darf der Nennwert der übrigen Aktien das Zehnfache des Nennwerts der Stimmrechtsaktien nicht übersteigen, vgl. Art. 693 Abs. 2 OR.

⁵⁹⁷ Vgl. GEHRER(2003), S. 157.

und vertretene Aktien zusammen mehr als 5% des gesamten Aktienkapitals direkt oder indirekt auf sich vereinigen.⁵⁹⁸ Allerdings sehen die meisten Statuten der Gesellschaften, welche diese Regelung eingeführt haben, Ausnahmen derselben vor.

Eine weitere Möglichkeit der Abwehr feindlicher Übernahmen besteht im Einsatz eines gestaffelten Verwaltungsrats. Mit diesem Instrumentarium wird das Ziel verfolgt, dass der Verwaltungsrat nicht an einer einzigen Generalversammlung vollständig erneuert wird.⁵⁹⁹ Doch ein gestaffelter Verwaltungsrat für sich gesehen hat auf Grund der Abwahlmöglichkeit des Art. 705 Abs. 1 OR wenig bis keine Eignung als Abwehrmaßnahme einer feindlichen Übernahme. Demnach kann, sofern die Statuten nichts anderes vorsehen, der Verwaltungsrat mit der einfachen Mehrheit abgewählt werden. Wie weit die Verschärfung des Quorums betrieben werden darf, ist nicht eindeutig festgelegt und in der Lehre nicht unumstritten.⁶⁰⁰ Das Bundesgericht hat in einem Urteil, die Statuten der Nestlé AG betreffend, festgehalten, dass die Erhöhung eines statutarischen Quorums nicht dazu führen darf, dass die Beschlussfassung praktisch Einstimmigkeit erfordert.⁶⁰¹ In der Urteilsbegründung finden sich dann auch zwei unterschiedliche Auffassungen aus der Literatur zu diesem Aspekt. Die eine geht davon aus, dass die Statuten nicht mehr als eine Dreiviertel-Mehrheit verlangen dürfen, die andere ist der Ansicht, dass eine Dreiviertel-Mehrheit bereits zu hoch angesetzt ist. Nach dem Bundesgericht ist eine Pauschalisierung nicht möglich, sondern es ist jeweils der Einzelfall zu prüfen.

Um die statutarischen Abwehrmaßnahmen im Zuge eines öffentlichen Übernahmeangebots auszuhebeln, bedienen sich viele Anbieter des folgenden Sets von Bedingungen:⁶⁰²

- Abschaffung der Vinkulierungsvorschriften an einer meist außerordentlichen Generalversammlung
- Eintragung der Statutenänderung in das Handelsregister
- Eintragung sämtlicher Aktien des Anbieters mit vollem Stimmrecht
- Wahl der vom Anbieter vorgeschlagenen Personen in den Verwaltungsrat

⁵⁹⁸ GEHRER(2003), S. 163.

⁵⁹⁹ Vgl. GEHRER(2003), S. 185.

⁶⁰⁰ Vgl. GEHRER(2003), S. 192.

⁶⁰¹ Vgl. BGE 117 II 290, Erw. 7.

⁶⁰² Vgl. TSCHÄNI/DIEM(2006), S. 55.

Neben den eben genannten Abwehrmöglichkeiten kann der Verwaltungsrat einer Gesellschaft eine Übernahme mit hohen Abgangsentschädigungen entweder verhindern oder verteuern.

Sind diese Abgangsentschädigungen im Zuge einer Übernahme unüblich hoch, so zählen diese zu den unzulässigen Abwehrmaßnahmen. Ob es sich bei einer Abgangsentschädigung verbotenerweise um golden parachutes handelt, wird sich auf Grund der im Gesetz fehlenden Definition von „unüblich hohen Entschädigungen“ nicht zweifelsfrei feststellen lassen. Generell sollte die Vergütung neben der Leistung des Verwaltungsrats auch die finanzielle Lage der Gesellschaft berücksichtigen.⁶⁰³

Eine Übersicht über die in den Verwaltungsratsberichten dargelegten Abgangsentschädigungen und Bonuszahlungen für die Konzernspitze findet sich in Kapitel 2.1.3.8.

Gegen eine Klausel, die eine zusätzliche Entschädigung für den Verwaltungsrat und das Management in einer Übernahmesituation vorsieht, ist nach Ansicht von WEBER(2005) nichts einzuwenden, da dadurch der erhöhte Arbeitsaufwand abgegolten wird.⁶⁰⁴ In der Lehre wird eine Abgangsentschädigung, die maximal zwei bis drei Jahresgehälter umfasst, nicht als unüblich hoch angesehen; auch gegen höhere Summen spricht nach Ansicht dieser Autoren nichts, wenn die Zahlungen offengelegt und die Entscheidung des Verwaltungsrats mittels Entlastungsbeschluss der Generalversammlung quasi genehmigt wurde.⁶⁰⁵ Wird die Abgangsentschädigung zusätzlich durch die Generalversammlung gutgeheißen, ist deren Schädigungspotential dadurch weiter eingeschränkt.⁶⁰⁶

In der Presse sorgte die Abgangsentschädigung der Konzernleitung der Centerpulse AG im Jahr 2003 für Furore. Insgesamt beliefen sich die Zahlungen inklusive der den Konzernleitungsmitgliedern zugeteilten Optionen auf 21 Millionen Schweizer Franken, und dies bei einem Verlust der Centerpulse AG im Jahr 2001 von 1,19 Millionen Schweizer Franken.⁶⁰⁷

Für die Aktionäre von Vorteil ist eine Anknüpfung der Vergütung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft an die Übernahmeprämie. Dies bedeutet, je höher die Prämie, die den Aktionären offeriert wird, umso höher die Entschädigung für den Verwaltungsrat.⁶⁰⁸

⁶⁰³ Vgl. DAENIKER/NIKITINE(2007), S. 118.

⁶⁰⁴ Vgl. WEBER(2005), S. 283

⁶⁰⁵ Vgl. SCHENKER(2005), S. 118, DAENIKER/NIKITINE(2007), S. 130.

⁶⁰⁶ Vgl. MÖLLER(1998), S. 165. VON PLANTA(2010) spricht sich dafür aus, dass die Generalversammlung zwar über die Entschädigung des Verwaltungsrats entscheiden darf, aber dass die Entlohnung der Geschäftsleitung weiter in der Hand des Verwaltungsrats bleiben sollte, vgl. VON PLANTA(2010), S. 406ff. Für eine Auseinandersetzung mit den Pro und Contras zu diesem Themengebiet vgl. BIEDERMANN/DAENIKER(2008).

⁶⁰⁷ Vgl. Neue Luzerner Zeitung vom 16.09.2003, S. 17.

⁶⁰⁸ Bei der Übernahme der SIG wurde festgelegt, dass die mit dem Angebot und dem Bieterprozess betreuten Personen eine maximale Entschädigung von 10,4 Millionen Schweizer Franken erhalten, sofern der Angebotspreis über 400 Schweizer Franken liegt.

Problematisch wäre in diesem Zusammenhang eine Anknüpfung an die Erfolgsquote des Angebots.

In Deutschland ist der Aufsichtsrat für die Bezüge des Vorstands verantwortlich und wäre bei Gewährung unangemessen hoher Bezüge gegenüber der Gesellschaft schadenersatzpflichtig.⁶⁰⁹

Eng mit den golden parachutes ist die sogenannte „People pill“⁶¹⁰ verbunden, bei der der gesamte Verwaltungsrat bei Zustandekommen der feindlichen Offerte zurücktritt. Wenn Abgangsentschädigungen zu zahlen sind, kann dadurch die Offerte erheblich verteuert werden.

Neben der Gewährung von golden parachutes könnte der Verwaltungsrat geneigt sein, eigene Arbeitsverträge und die des Managements dahingehend zu modifizieren, dass es dem Übernehmer erschwert wird, die sofortige Kontrolle zu übernehmen, oder dass die angestrebte Kontrolle entsprechend verteuert wird.

Der Verwaltungsrat der Saia-Burgess Electronics Holding AG sah sich im Jahr 2005 mit einem unfreundlichen Übernahmeangebot der Sumida Holding Germany GmbH konfrontiert. Als Abwehrmaßnahme wurde eine Ergänzung zu den Arbeitsverträgen der Gruppenmitglieder der Saia-Burgess beschlossen. Zunächst sahen diese Änderungen vor, dass die Kündigungsfrist für die Mitglieder der Gruppenleitung von 12 auf 24 Monate angehoben wurde. Außerdem sollte das jeweilige Gruppenmitglied das Recht auf Freistellung während der Kündigungsfrist erhalten, wenn es nach der Übernahme eine Position zugewiesen bekommt, welche nicht seiner jetzigen Stellung, seinen Kompetenzen, Aufgaben und Berichterstattungspflichten weder entsprach noch mit ihr vergleichbar ist.⁶¹¹ Auf die Gesellschaft wäre somit eine maximale Zahlung von 8.301.600 Franken zugekommen.⁶¹² Allerdings ordneten die Übernahmekommission und die EBK dies als eine unzulässige Abwehrmaßnahme ein.⁶¹³ Begründet wurde die Ablehnung mit dem Argument, dass die Vertragsverlängerung gegen das Gesellschaftsrecht verstößt.⁶¹⁴ Ein Verstoß gegen das Börsengesetz kann hier nicht identifiziert werden, da das Verbot unerlaubter Abwehrmaßnahmen aus Art. 36 UEV erst mit

⁶⁰⁹ Vgl. KRAFT/JÄGER/DREILING(2003), S. 18f.

⁶¹⁰ BOEMLE(1990), S. 422.

⁶¹¹ Vgl. Bericht des Verwaltungsrats zum feindlichen Übernahmeangebot der japanischen Sumida Corp. Vom 11. August 2005, S. 9.

⁶¹² Vgl. DAENIKER/NIKITINE(2007), S. 135.

⁶¹³ Vgl. Empfehlung V Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005, Verfügung der EBK vom 19. September 2005 in Sachen Saia-Electronics Holding AG..

⁶¹⁴ Vgl. LENZ/STAEHLIN(2005), S. 3f.

Veröffentlichung der Voranmeldung greift, und die Vertragsergänzungen davor unterzeichnet wurden.⁶¹⁵

Diese Auffassung der Übernahmekommission und der EBK lässt den Schluss zu, dass es auch außerhalb eines akuten Übernahmegeschehens nicht zulässig ist, den Arbeitsvertrag der Geschäftsleitung von einer potentiellen Übernahme abhängig zu machen, sofern die damit für die Gesellschaft verbundenen Kosten das übliche Maß übersteigen. Allerdings hat die EBK mit ihrer Entscheidung keine Rechtssicherheit geschaffen, welche Klauseln zulässig sind, und welche nicht, weshalb die Gültigkeit solcher Verträge im Einzelfall vom Arbeitsgericht zu untersuchen ist.⁶¹⁶

BRECHBÜHL(2004) spricht sich für eine generelle Verlängerung der Kündigungsfristen für das Top-Management aus und geht sogar soweit, als Umgehung der golden parachutes eine Kündigungsfrist für den CEO von drei Jahren vorzuschlagen, wenn gewisse Rahmenbedingungen erfüllt sind.⁶¹⁷

Neben den präventiven Abwehrmaßnahmen gibt es eine Reihe an Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen, die eine feindliche Übernahme verhindern sollen.

Beliebt ist in diesem Zusammenhang, um die Gunst der Aktionäre mittels Zeitungsinserat oder auf anderen Wegen zu werben. Denn der einfachste Weg, ein wenig lukratives Angebot zu verhindern, liegt in der Ablehnung durch die Aktionäre. Müssen Abwehrmaßnahmen ergriffen werden, so könnten diese zu einer Schädigung der Gesellschaft führen.⁶¹⁸

Der Kampf zwischen dem Verwaltungsrat und einem Aktionär oder einer Gruppe von Aktionären um die Stimmrechte der übrigen Aktionäre wird als Proxy Fight bezeichnet.⁶¹⁹

Oftmals werden die Aktionäre der Zielgesellschaft mit Hilfe von Zeitungsartikeln direkt vom Anbieter angesprochen. Hierbei ist zu beachten, dass das Zeitungsinserat keine unrichtigen und irreführenden Angaben oder verletzenden Äußerungen zu den beteiligten Personen enthalten darf.⁶²⁰ Anderenfalls würde dies gegen das Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb verstoßen.⁶²¹ Allerdings ist das Sanktionspotential auf Untersagung und Richtigstellung begrenzt.⁶²² Bei derartigen Medienschlachten sollten Anbieter und Zielgesellschaft darauf achten, was sie in welchem Umfang veröffentlichen, da diese

⁶¹⁵ Die Vertragsergänzungen wurden am 20. Juni 2005 unterzeichnet, und die Voranmeldung wurde am 5. Juli 2005 veröffentlicht.

⁶¹⁶ Vgl. LENZ/STAEHLIN(2005), S. 6.

⁶¹⁷ Vgl. BRECHBÜHL(2004), S. 35.

⁶¹⁸ Vgl. WATTER(2002), S. 15

⁶¹⁹ Vgl. WATTER/RAMPINI(2001), S. 3.

⁶²⁰ Vgl. WATTER/RAMPINI(2001), S. 23.

⁶²¹ Vgl. Art. 3 lit. a UWG

⁶²² Vgl. WATTER/RAMPINI(2001), S. 24.

Veröffentlichungen von der Übernahmekommission als Ergänzungen oder Abänderungen zum Angebotsprospekt bzw. zum Bericht des Verwaltungsrats eingeordnet werden können.⁶²³

Der Verwaltungsrat muss sich darüber hinaus der Tatsache bewusst sein, dass er sich unter Umständen bei unrichtiger oder unklarer Informationsstreuung aufgrund seiner Insiderstellung nach Art. 33f BEHG der Marktmanipulation strafbar machen kann.

Derartige Marketingschlachten wurden in Form von Anzeigenkampagnen, Roadshows und Aktionärsbriefen durchgeführt.

Neben den eben beschriebenen Marketingschlachten kommt es bei den hier betrachteten feindlichen Übernahmen in vielen Fällen zum Versuch, die Übernahme juristisch abzuwehren. Dabei versucht der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, Verstöße gegen das Börsengesetz im Angebotsprospekt auszumachen. Ziel ist es dabei, das Angebot von der Übernahmekommission als unzulässig oder ungenügend erklären zu lassen. Die häufigsten Argumente in diesem Zusammenhang sind, dass die Finanzierung des Angebots nicht sichergestellt ist, dass die Mindestannahmequote zu hoch angesetzt oder unklar ausgedrückt ist, dass mit Sales Restrictions die amerikanischen Aktionäre unzulässiger Weise vom Angebot ausgeschlossen werden, dass die Schwellenwerte bei den MAC-Klauseln zu niedrig angesetzt sind oder dass die Steuerfolgen für die Aktionäre nicht ausreichend beschrieben werden. Häufig führten diese gerügten Verstöße tatsächlich zu einer Anpassung des Angebotsprospekts, jedoch bisher in keinem Fall zu einer Untersagung des Angebots von Seiten der Übernahmekommission.

Im Fall des zunächst feindlich eingeleiteten Angebots der Scor für die Aktien der Converium AG (2007) kam es zu einer Klage von Seiten des Verwaltungsrats. Dieser wollte damit erreichen, dass das Angebot auch auf die amerikanischen Aktionäre ausgeweitet werden muss.⁶²⁴ Nachdem der Verwaltungsrat mit der Anbieterin eine Transaktionsvereinbarung unterzeichnete, zog er diese Klage wieder zurück.

Sofern der Verwaltungsrat eine Übernahme nicht verhindern kann, wird er versuchen, einen ihm genehmen Anbieter zu finden. Bei feindlichen Übernahmeangeboten ist es durchaus

⁶²³ Vgl. VON DER CRONE/IFFLAND/WEY(2000), S. 116f. Die UEK entschied dies, nachdem der Verwaltungsrat der Big Star Holding in einer Pressemitteilung mitteilte, dass 54% der Aktionäre das Angebot ablehnen, und dieses damit hinfällig werde. Da eine derartige Information für die Entscheidungsfindung wesentlich ist, wurde diese Pressemeldung als eine Ergänzung des Berichts des Verwaltungsrats qualifiziert, Vgl. Empfehlung Big Star Holding AG vom 27. April 2000, Erw. 1.2.

⁶²⁴ Vgl. Empfehlung I in Sachen Converium Holding AG vom 20. April 2007, Y.

zulässig, dass sich der Verwaltungsrat aktiv auf die Suche nach einem White Knight begibt. Es bestehen keine gesetzlichen Verbote, die dem Verwaltungsrat dies untersagen.⁶²⁵

Parallel zur Suche nach einem White Knight kann der Verwaltungsrat einen Bieterprozess bzw. eine Unternehmensauktion einleiten, wie dies im Fall der Übernahme der SIG AG (2007) geschehen ist. Nach KURER(2001) versteht man unter einer Unternehmensauktion „ein allgemein definiertes Verfahren zum Verkauf eines Unternehmens (sog. Target), bei welchem der Verkäufer den Prozess kontrolliert, indem er den Verkauf initiiert und diesen ankündigt und gleichzeitig unter Wahrung der Gleichbehandlung mehreren potentiellen Käufern die Gelegenheit gibt, eine Offerte (sog. Bid) für das Target abzugeben, und danach die ihm als am günstigsten erscheinende Offerte annimmt“⁶²⁶.

Ein sehr gebräuchlicher Abwehrversuch besteht in der Ankündigung des Verwaltungsrats, Aktienrückkäufe durchzuführen. Damit soll der Cash-Bestand des Unternehmens reduziert werden, was diese Gesellschaft als Übernahmeobjekt weniger attraktiv macht. In diesem Zusammenhang ist auf das feindliche Angebot der Gebrüder Model für die Axantis Holding zu verweisen, welches nach der Ankündigung aber nie lanciert wurde. Die Anbieter wollten an die liquiden Mittel der Gesellschaft gelangen, woraufhin der Verwaltungsrat ein Aktienrückkaufprogramm im Umfang von 20 bis 25 Prozent des Aktienkapitals beantragen wollte.⁶²⁷

Bei der Abwehr unerwünschter Übernahmeangebote aus dem Ausland werden zuweilen auch schweizerische Politiker aktiv. So richtete im Jahr 2005 ein freiburgischer Großrat eine Anfrage an den Staatsrat, ob die Regierung nicht bereit sei, Aktien der Saia-Burgess AG zu übernehmen, um den Anbieter aus Japan abzuwehren.⁶²⁸ Dieser Vorschlag wurde jedoch abgelehnt und dem Verwaltungsrat der Saia-Burgess lediglich „moralische“ Unterstützung zugesichert.

Der wirksamste Schutz vor einer feindlichen Übernahme besteht zweifellos in einer hohen Börsenbewertung. Für die Schweiz wurde nachgewiesen, dass eine Berücksichtigung des Corporate Governance Kodex bei der Unternehmensführung eine über dem Durchschnitt liegende Börsenbewertung nach sich zieht.⁶²⁹ Die langfristige Wertentwicklung eines

⁶²⁵ Vgl. SCHELLENBERGER/WITTMER(2006), S. 2.

⁶²⁶ KURER(2001), S. 160.

⁶²⁷ Empfehlung Axantis Holding AG vom 13. November 2000, E.

⁶²⁸ Vgl. O.V.(2005), S. 22.

⁶²⁹ Vgl. BEINER et. al.(2004), BEINER et. al. (2004a).

Unternehmens ist zwar nicht vollständig von den Fähigkeiten des Verwaltungsrats abhängig, sie kann aber dennoch teilweise durch diesen gelenkt werden.⁶³⁰

Wie bereits erwähnt, schränkt das Börsengesetz den Verwaltungsrat in der Auswahl der verschiedenen Abwehrmethoden ein. So ist es ihm verboten, für die Dauer von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung der Ergebnisse Rechtsgeschäfte zu tätigen, die den Aktiv- oder Passivbestand in bedeutender Weise verändern.⁶³¹ Was unter „bedeutender Weise“ zu verstehen ist, wird in Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV näher konkretisiert. Demnach darf der Verwaltungsrat keinen Verkauf oder Erwerb von Betriebsteilen vornehmen, der den Aktiv- oder Passivbestand inklusive Außenbilanzpositionen um mehr als zehn Prozent ändert. Sollte ein Anbieter den Hauptgegenstand der Offerte nennen, so ist es verboten, Betriebsteile zu belasten oder zu veräußern, die zu diesem Hauptgegenstand zählen.

Unter Einhaltung der 10-Prozent-Schwelle ist es aber dennoch möglich, dass die Zielgesellschaft ein unrentables Unternehmen⁶³² oder ein Unternehmen, welches besonderen staatlichen Regularien unterworfen ist⁶³³, zukauff, was in beiden Fällen mit der Intention geschieht, an Attraktivität zu verlieren.⁶³⁴

Im Falle der Baumgartner Papiers Holding hat die Übernahmekommission entschieden, dass die Liquidation einer defizitären Gesellschaft nicht als unzulässige Abwehrmaßnahme einzustufen ist.⁶³⁵

Weiter ist dem Verwaltungsrat die Ausgabe von Aktien unter Bezugsrechtsausschluss der Aktionäre aus dem genehmigten Kapital sowie die Ausgabe von Obligationen mit Wandel- und Optionsrechten ohne Vorwegzeichnungsrechte der Aktionäre untersagt, falls der Generalversammlungsbeschluss dies nicht explizit für eine Übernahmesituation erlaubt. Liegt diese Erlaubnis jedoch vor, so verstößt die Abgabe der Aktien an ausgewählte Aktionäre nicht dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot.⁶³⁶ Die vollständige Übernahme an einer Gesellschaft kann somit durch einen „White Squire“ verhindert werden, dessen Aufgabe es ist, einen Minderheitenanteil an der Gesellschaft zu erwerben.⁶³⁷ Unzulässig wäre in diesem Zusammenhang die Ausgabe der Aktien aus dem Eigenbestand der Zielgesellschaft, da diese

⁶³⁰ Vgl. AMMANN/MATTI/WYSS(2003), S. 50ff.

⁶³¹ Vgl. Art. 29 Abs. 2 BEHG.

⁶³² Fat man strategy

⁶³³ Safe Harbour strategy

⁶³⁴ Vgl. WERLEN(2001), S. 94.

⁶³⁵ Vgl. Recommandation III Baumgartner Papiers Holding SA du 5 décembre 2001, Cons. 2.1.1.

⁶³⁶ Vgl. WERLEN(2001), S. 105.

⁶³⁷ Vgl. WERLEN(2001), S. 23.

Vorgehensweise aus Aktien mit ruhendem Stimmrecht Aktien schafft, die über volles Stimmrecht verfügen.⁶³⁸

Neu wurde bei der Revision der Übernahmeverordnung das Verbot des Handels mit eigenen oder der zum Tausch angebotenen Aktien aufgenommen⁶³⁹. Dies soll verhindern, dass die Zielgesellschaft Einfluss auf den Umtauschwert nehmen kann.

Neben den exemplarisch aufgezählten Verboten gibt es eine Reihe weiterer verbotener Abwehrmaßnahmen. Beispielsweise ist eine sogenannte „pac man“-Strategie nicht zulässig, bei der die Zielgesellschaft ein Angebot für den Anbieter lanciert. Auch eine Genehmigung durch die Generalversammlung wäre in diesem Fall nicht möglich, da diverse Autoren den Standpunkt vertreten, dass eine derartige Strategie betriebswirtschaftlich nicht sinnvoll ist und gegen das Aktienrecht verstößt.⁶⁴⁰

Erlaubt sind hingegen sämtliche Änderungen, die auf einen Generalversammlungsbeschluss hin unternommen werden, unabhängig davon, ob dieser Beschluss vor oder nach der Veröffentlichung des Angebots gefasst wurde. Dies bedeutet, dass der Verwaltungsrat durch entsprechende Vorratsbeschlüsse seine Verhandlungsmacht im Zuge einer Übernahme stärken kann. VON DER CRONE(2000) ist der Ansicht, dass die Generalversammlung keine derartigen Beschlüsse rechtsgültig fällen kann, da dies dafür sorgt, dass das Zustandekommen eines späteren Angebots nicht mehr vom Andienungswillen der Aktionäre, sondern von der Beurteilung des Verwaltungsrats abhängt.⁶⁴¹ Allerdings findet sich keine gesetzliche Grundlage, welche diese Ansicht untermauert. Ein anderer Teil der Lehre ist der Meinung, dass Vorratsbeschlüsse dann zulässig sind, wenn diese hinreichend bestimmt sind, und somit dem Verwaltungsrat keinen Raum für Willkür einräumen.⁶⁴²

Rückwirkend kann auch die Generalversammlung keine Abwehrmaßnahmen beschließen, sondern es können nur Beschlüsse im Hinblick auf Abwehrdispositive gefasst werden, welche die Gegenwart und die Zukunft betreffen.⁶⁴³ Aus diesem Grund eignen sich statutarische Abwehrmaßnahmen nur in präventiver Hinsicht und nicht in einem akuten Übernahmegeschehen. Außerdem erfordert die Einführung einiger dieser statutarischen Abwehrmaßnahmen ein qualifiziertes Quorum, also die Zweidrittel-Mehrheit der an der

⁶³⁸ Vgl. WERLEN(2001), S. 181.

⁶³⁹ Vgl. Art. 36 Abs. 2 lit. E UEV.

⁶⁴⁰ Vgl. BERNET(1998), S. 280 f.

⁶⁴¹ Vgl. VON DER CRONE(2000), S. 14.

⁶⁴² Vgl. GEHRER(2003), S. 33.

⁶⁴³ Vgl. GEHRER(2003), S. 67.

Generalversammlung vertretenen Stimmen, sowie die absolute Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.⁶⁴⁴

Unzulässig bleiben ungeachtet dessen aber immer noch sämtliche Maßnahmen, selbst wenn sie durch die Generalversammlung autorisiert werden, die gegen das Gesellschaftsrecht verstoßen.⁶⁴⁵ Dies gilt vor allem für Beschlüsse, die nach Art. 706 Abs. 1 OR anfechtbar, und für Beschlüsse, welche nach Art. 706 b OR nichtig sind.⁶⁴⁶ Inwieweit Maßnahmen, die tatsächlich das Gesellschaftsrecht verletzen, geahndet werden, bleibt abzuwarten. Beispielsweise wurde bereits unter dem Übernahmekodex im Fall Holvis der Verkauf eines Betriebsteils durch die damalige Übernahmekommission gutgeheißen, obwohl nach der Meinung dreier Gutachter diese Transaktion gegen das Gesellschaftsrecht verstieß.⁶⁴⁷

Bevor die Zielgesellschaft allerdings eine geplante Abwehrmaßnahme durchführt, muss sie diese der Übernahmekommission melden.⁶⁴⁸

Eingeschränkt in seiner Handlungsfähigkeit ist der Verwaltungsrat ab der Veröffentlichung des Angebots. In den meisten Fällen bildet die Voranmeldung den Startpunkt für die eingeschränkte Handlungsfähigkeit des Verwaltungsrats. In der Lehre wird die Meinung vertreten, dass nicht erst mit Veröffentlichung der Voranmeldung der Verwaltungsrat im Hinblick auf die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen eingeschränkt ist, sondern dass dies auch für die sog. „Période suspecte“ gelten sollte.⁶⁴⁹ Unter der Période suspecte ist die Zeitspanne von der Inkennnissetzung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bis zur Veröffentlichung der Übernahmeabsicht zu verstehen. Doch diese Forderung entbehrt der gesetzlichen Grundlage und schränkt die Befugnis des Verwaltungsrats zu stark ein, weshalb dieses Ansinnen abzulehnen ist.

Abwehrmaßnahmen werden mit Veröffentlichung des Angebots nicht verunmöglicht, sondern sie werden primär in die Zuständigkeit der Generalversammlung übertragen. Unter der

⁶⁴⁴ Vgl. Art. 704 OR.

⁶⁴⁵ Vgl. Art. 37 UEV.

⁶⁴⁶ Anfechtbar sind Beschlüsse, welche unter Verletzung von Gesetz oder Statuten oder in unsachlicher Weise die Rechte von Aktionären entziehen oder beschränken, die eine nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre mit sich bringen und die das Gewinnstreben der Gesellschaft ohne Zustimmung aller Aktionäre aufheben. Nichtig sind Beschlüsse, die das Recht auf Teilnahme an der GV, das Mindeststimmrecht, die Klagerechte oder andere vom Gesetz zwingend gewährte Rechte der Aktionäre entziehen oder beschränken, Beschlüsse, die das Kontrollrecht der Aktionäre über das gesetzlich zulässige Maß hinaus beschränken und Beschlüsse, die die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft missachten oder die Bestimmungen zum Kapitalschutz verletzen.

⁶⁴⁷ Vgl. TSCHÄNI/OERTLE(1999), S. 304.

⁶⁴⁸ Vgl. Art. 35 UEV.

⁶⁴⁹ Vgl. GEHRER(2003), S. 29.

Berücksichtigung der Einberufungsfrist der Generalversammlung von 20 *Kalendertagen*⁶⁵⁰ kann diese immer noch während der Angebotsfrist stattfinden, denn selbst bei Befreiung von der Einhaltung einer Karenzfrist muss das Angebot während einer Frist von mindestens 20 *Börsentagen* offen bleiben. Da allerdings eine Verkürzung der Angebotsfrist von der Übernahmekommission genehmigt werden kann⁶⁵¹, wird teilweise gefordert, dass in Übernahmesituationen die Einberufungsfrist zur Generalversammlung auf zehn Tage verkürzt werden sollte.⁶⁵²

Mit Genehmigung der Übernahmekommission können auch die ansonsten gesetzeswidrigen Abwehrmaßnahmen aus Art. 36 UEV durchgeführt werden, sofern dies durch überwiegendes Interesse zu rechtfertigen ist.⁶⁵³

Im Börsengesetz sind keine Sanktionen für die Ergreifung unzulässiger Abwehrmaßnahmen vorgesehen. Es besteht nur die Möglichkeit, von Seiten der Übernahmekommission mittels einer Verfügung diese Abwehrmaßnahmen zu untersagen. Eine Missachtung dieser Verfügung könnte eine Verantwortlichkeitsklage nach sich ziehen, weshalb der Verwaltungsrat sich von vorneherein an dieses Verbot halten wird.⁶⁵⁴

Im Fall der Übernahme der Leica Geosystems wollte sich die Anbieterin Hexagon vorbehalten, dass das Angebot dahinfällt, sofern die Zielgesellschaft unzulässige Abwehrmaßnahmen ergreift. Die Übernahmekommission hat diese Bedingung nicht zugelassen, da die Anbieterin schon ausreichend durch das Gesetz geschützt ist.⁶⁵⁵

Feindliche Angebote können per se nicht als nachteilig für die Aktionäre der Zielgesellschaft angesehen werden. Denn ein feindliches Angebot kann den Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft dazu veranlassen, den Aktionären wichtige und vor allem bewertungsrelevante Informationen offen zu legen. Die Manager der Leica Geosystems Holdings AG (2005) haben auch erst nach der unerbetenen Offerte von Hexagon einen Business Plan präsentiert, um den Aktionären zu demonstrieren, welche exzellenten

⁶⁵⁰ Vgl. Art. 700 Abs. 1 OR.

⁶⁵¹ Vgl. Art. 14 Abs. 3 UEV.

⁶⁵² Vgl. GEHRER(2003), S. 32.

⁶⁵³ Vgl. Art. 4 UEV.

⁶⁵⁴ Vgl. BERNET(1998), S. 303.

⁶⁵⁵ Vgl. Empfehlung Leica Geosystems Holdings AG vom 9. August 2005, Erw. 7.8.2.

Prognosen bei Selbstständigkeit des Unternehmens bestehen.⁶⁵⁶ Ohne das feindliche Übernahmeangebot wäre dieser Plan vielleicht nicht oder nicht so schnell veröffentlicht worden.

Daneben wäre es wünschenswert, wenn beispielsweise Investment-Banken, Anwälte und Berater dazu aufgerufen werden, ihre Verflechtungen und ihre ökonomischen Interessen offen zu legen.⁶⁵⁷

2.7 Konkurrierende Angebote

In den Jahren von 1998 bis 2008 können neun Fälle konkurrierender Übernahmeangebote identifiziert werden.⁶⁵⁸ Von diesen wurden bei zwei Angeboten die ersten Angebote jeweils zwar angekündigt, aber nie tatsächlich lanciert.⁶⁵⁹

Die von der Übernahmekommission erlassenen Bestimmungen über konkurrierende Angebote finden sich in den Art. 48 ff. UEV wieder. Zur Begriffsbestimmung legt die Übernahmeverordnung fest, dass das Angebot, welches als letztes unterbreitet wird, als das konkurrierende Angebot anzusehen ist, und die Angebote, welche davor lanciert wurden, als „die vorhergehenden Angebote“ benannt werden.⁶⁶⁰ Nach Praxis der Übernahmekommission werden Teilangebote allerdings nicht als konkurrierende Angebote klassifiziert.⁶⁶¹

Um den Anbietern jeweils einen fairen Wettbewerb zu ermöglichen, ist es dem Anbieter des vorherigen Angebots erlaubt, sein Angebot anzupassen. Bis zum 31.12.2008 war es ihm außerdem erlaubt, sein Angebot zu widerrufen.⁶⁶² Der Widerruf war aber nur dann möglich, wenn das zweite Angebot mindestens als gleichwertig angesehen werden kann.⁶⁶³

Mit Revision des Börsenrechts ist ab dem 01.01.2009 ein Widerruf nicht mehr zulässig, sondern ein bereits vorangemeldetes oder unterbreitetes Angebot kann dann nur noch an den vom Anbieter auferlegten Bedingungen scheitern. Damit die Angebotsempfänger frei

⁶⁵⁶ Vgl. MEIER(2005), S. 9.

⁶⁵⁷ Vgl. SCHWARZ(2007), S. 23.

⁶⁵⁸ Intersport PSC Holding AG (2000), Axantis Holding AG (2001), Sopafin, Société de participations financières (2002), Centerpulse AG (2003), InCentive Capital AG (2003), Leica Geosystems Holdings AG (2005), Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005), Bank Linth AG (2007), SIG AG (2007).

⁶⁵⁹ Axantis Holding AG (2001), Sopafin, Société de participations financières (2002).

⁶⁶⁰ Vgl. Art. 48 Abs. 1 UEV.

⁶⁶¹ Für eine kritische Auseinandersetzung mit der Entscheidung der Übernahmekommission vgl. GABERTHÜEL(2012).

⁶⁶² Vgl. Art. 51 Abs. 1 UEV-UEK

⁶⁶³ Vgl. Empfehlung Axantis Holding AG vom 8. Dezember 2000, Erw. 1.

zwischen den Offerten wählen können, dürfen sie ihre Annahmeerklärungen bezüglich des ersten Angebots widerrufen, sofern sie diese bereits vor Lancierung der Konkurrenzofferte abgegeben haben.⁶⁶⁴ Vor Einführung des Übernahmekodex spielte für den Erfolg eines konkurrierenden Angebots die Zeitkomponente eine große Rolle. Denn hatten die Aktionäre bereits das erste Angebot angenommen, war es ihnen nicht mehr möglich, diese Annahmeerklärung zu widerrufen.⁶⁶⁵

Um die Aktionäre der Zielgesellschaft zu schützen, ist es darüber hinaus den konkurrierenden Anbietern verboten, sich gegenseitig abzusprechen.⁶⁶⁶

Bei konkurrierenden Angeboten kommt neben dem Gleichbehandlungsgrundsatz, der sich auf die Aktionäre bezieht, der Gleichbehandlungsgrundsatz, der die Anbieter betrifft, zum Tragen. Dies bedeutet, dass der Verwaltungsrat die Anbieter gleichbehandeln muss, was sich beispielsweise darin zeigt, dass er beiden in gleichem Ausmaß Zugang zu den benötigten Informationen liefert. Sollte die Zielgesellschaft also einem ihr wohlgesonnenen Anbieter die Möglichkeit einer umfassenden Due Diligence-Prüfung eingeräumt haben, darf sie dies dem Anbieter, der ein konkurrierendes Angebot unterbreitet, nicht verwehren, selbst wenn es sich hierbei um ein feindliches Angebot handelt. Auch für den Fall, dass der Verwaltungsrat Abwehrmaßnahmen gegen ein Angebot erwägt, muss er den Grundsatz der Gleichbehandlung beachten. Eine Ungleichbehandlung ist nur dann mit Genehmigung der Übernahmekommission möglich, wenn diese im überwiegenden Gesellschaftsinteresse liegt.⁶⁶⁷

Dem Verwaltungsrat ist es jedoch nicht verboten, sich in einer Stellungnahme für eines der Angebote auszusprechen. Außerdem ist es dem Verwaltungsrat nicht untersagt, eine Konkurrenzofferte selbst aktiv zu fördern, beispielsweise durch die Suche nach einem White Knight.⁶⁶⁸

Fünf der hier betrachteten konkurrierenden Erstangebote wurden feindlich eingeleitet, weshalb sich der Verwaltungsrat in diesen Fällen auf die Suche nach einem White Knight

⁶⁶⁴ Vgl. Art. 30 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 51 Abs. 2 UEV. Weitergehende Erklärungen zu dieser „Auktionsregel“ finden sich bei TSCHÄNI(2004a).

⁶⁶⁵ Vgl. BURKART(1994), S. 7. Selbst wenn der Anbieter im Verlauf der Übernahme sein Angebot erhöht, mussten sich die Aktionäre, welche die Offerte bereits angenommen hatten, mit dem ursprünglich gebotenen Preis begnügen. Eine Gleichbehandlung der Aktionäre war nicht erforderlich.

⁶⁶⁶ Vgl. VON DER CRONE(2005), S. 10.

⁶⁶⁷ Vgl. Art. 49 Abs. 2 UEV.

⁶⁶⁸ Vgl. BERNET(1998), S. 314.

begeben hat.⁶⁶⁹ Mit Ausnahme des Angebots für die Leica Geosystems Holdings (2005) waren die White Knights die Sieger des Übernahmekampfes.

In den übrigen Fällen von konkurrierenden Angeboten handelt es sich beim ersten Angebot in drei Fällen um ein freundliches Angebot⁶⁷⁰ und in einem Fall um ein Angebot, dem der Verwaltungsrat neutral⁶⁷¹ gegenübersteht.

Sollte sich der Verwaltungsrat nicht an den Gleichbehandlungsgrundsatz halten, speziell bei der Herausgabe von Informationen, so gibt es im Börsengesetz keinerlei Sanktionsmöglichkeit. Allerdings können die Übernahmekommission mit einer Verfügung und schließlich die FINMA den Verwaltungsrat zur Herausgabe verpflichten. Daneben gilt selbstverständlich auch der Gleichbehandlungsgrundsatz des Aktienrechts gemäß Art. 717 Abs. 2 OR, auf den sich die Anbieter berufen können, sofern sie bereits Aktionäre der Zielgesellschaft sind. Ihnen steht dann eine Verantwortlichkeitsklage nach Art. 754 OR offen.

Mit Revision der Übernahmeverordnung wurde auch der Zeitplan konkurrierender Angebote neu festgelegt. Ein konkurrierendes Angebot muss gemäß Art. 50 Abs. 1 UEV spätestens am letzten Tag der Angebotsfrist des ersten Angebots veröffentlicht werden. Bis Ende 2008 musste ein konkurrierendes Angebot spätestens am dritten Tag vor Ablauf der Angebotsfrist des ersten Angebots veröffentlicht werden.⁶⁷²

Sofern das konkurrierende Angebot mittels Voranmeldung veröffentlicht wird, muss der Angebotsprospekt spätestens nach fünf Börsentagen publiziert werden. Die Angebotsfristen der beiden Angebote enden gleichzeitig.⁶⁷³ Die Angebote können jeweils spätestens am fünften Börsentag vor dem Ablauf der eventuell nach Art. 51 Abs. 1 UEV verlängerten Angebotsfrist geändert werden, wobei nach der Angebotsänderung den Aktionären eine Annahmefrist von mindestens zehn Börsentagen zu gewähren ist.⁶⁷⁴ Die Karenzfristverkürzung auf drei Tage nach der Angebotsänderung gemäß Art. 51 Abs. 2 UEV-UEK, welche vor dem 1. Januar 2009 galt, wurde in die revidierte Übernahmeverordnung nicht mit aufgenommen.

⁶⁶⁹ Axantis Holding AG (2001), Leica Geosystems Holdings AG (2005), Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005), Bank Linth AG (2007), SIG AG (2007).

⁶⁷⁰ Intersport PSC Holding AG (2000), Centerpulse AG (2003), InCentive Capital AG (2003).

⁶⁷¹ Sopafin, Société de participations financières (2002).

⁶⁷² Vgl. Art. 49 Abs. 1 UEV-UEK.

⁶⁷³ Vgl. Art. 51 Abs. 1 UEV.

⁶⁷⁴ Vgl. Art. 52 Abs. 1 u. 3 UEV.

Ein Anbieter ist in der Regel an einem zügigen Ablauf des Angebots interessiert. Um eine Verschleppung des Angebots nicht zu provozieren, haben die Beteiligten der kombinierten Angebote für die InCentive AG und die Centerpulse AG einen Auktionsprozess bei der Übernahmekommission vorgeschlagen. Dabei war vorgesehen, dass eine Anbieterin innerhalb von zwei Börsentagen auf eine Angebotserhöhung ihrer Konkurrentin hätte reagieren müssen. Im vorliegenden Fall lehnte die Übernahmekommission allerdings diesen Auktionsprozess ab, da eine der Anbieterinnen die Angebotserhöhung an aufschiebende Bedingungen knüpfen wollte, die wiederum eine Verfahrensverzögerung bedeutet hätten. Allerdings spricht sich die Übernahmekommission nicht generell gegen eine Verfahrensverkürzung aus, wenn beide Anbieterinnen zustimmen, und es dadurch nicht zu einem Nachteil zu Lasten der Zielgesellschaft oder der Aktionäre kommt.⁶⁷⁵

Zielgesellschaft	Anzahl Börsentage zwischen der Ankündigung des 1. Angebots und dem Vollzug	Anzahl Börsentage zwischen der Ankündigung des 1. Angebots und der Konkurrenzofferte	Angebotsfrist insgesamt (in Börsentagen)
Intersport PSC Holding AG (2000)	114	15	71
Axantis Holding AG (2001)	84	28	20
Sopafin, Société de participations financières (2002)	62	9	20
Centerpulse AG (2003)	136	40	86
InCentive Capital AG (2003)	136	40	86
Leica Geosystems Holdings AG (2005)	98	31	55
Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005)	86	44	39
Bank Linth AG (2007)	84	24	33
SIG AG (2007)	158	61	40

Tab. 16: Fristen konkurrierender Übernahmeangebote

Wie Tabelle 16 zu entnehmen, vergehen zwischen der Ankündigung des ersten Angebots und dem Vollzug des letztendlich erfolgreichen Angebots zwischen 62 und 158 Börsentage. Der lange Zeitraum für die Angebote für die SIG AG (2007) lässt sich mit dem vom Verwaltungsrat in diesem Fall initiierten Bieterprozess erklären, der letztendlich dazu führte, dass das Angebot zu einem Preis vollzogen wurde, der ungefähr ein Drittel über dem ursprünglich angekündigten Preis des ersten Angebots lag.

Tabelle 16 zeigt weiter, dass in einigen Fällen die Konkurrenzofferte sehr schnell nach der Ankündigung des ersten Angebots angekündigt wird. Die Anzahl Börsentage liegt hierbei für die betrachteten Zielgesellschaften zwischen 9 und 61.

Die gesamte Angebotsfrist, also die Frist von Beginn der Angebotsfrist des ersten Angebots bis zum gemeinsamen Ende der beiden Angebote, liegt für die betrachteten Gesellschaften

⁶⁷⁵ Vgl. Empfehlung Centerpulse AG/ InCentive Capital AG vom 5. August 2003, Erw. 3.

zwischen 20 und 86 Börsentagen. In den beiden Fällen, in denen die Angebotsfrist lediglich 20 Börsentage ausmacht, sei angemerkt, dass jeweils das erste Angebot schon bei Beginn der Angebotsfrist widerrufen war.⁶⁷⁶

Die meisten Angebotsänderungen im Verlauf der konkurrierenden Angebote betrafen die Anpassungen der jeweiligen Angebotsfristen oder zusätzliche Ausführungen zum Angebotsprospekt. Lediglich in drei Fällen kam es zu dem in den Augen der Aktionäre der Zielgesellschaft wünschenswerten Übernahmekampf im Hinblick auf den Angebotspreis.

Der erste Anbieter, der ein Angebot für die Intersport PSC Holding AG (2000) unterbreitete, überbot die Konkurrenzofferte mit einer Preiserhöhung von 6,67 Prozent, bezogen auf den ursprünglich angekündigten Angebotspreis. Allerdings war das Konkurrenzangebot in diesem Fall erfolgreich, und dies, obwohl der Preis dieses Angebots 2,68 Prozent unter dem erhöhten Angebotspreis des ersten Angebots lag.⁶⁷⁷ Der Vollzugspreis lag aber 3,8 Prozent über dem Angebotspreis, der bei Ankündigung des ersten Angebots offeriert wurde.

Auch im Fall der Leica Geosystems Holdings AG (2005) kam es zu einer Preiserhöhung von Seiten des ersten Anbieters um 34,69 Prozent⁶⁷⁸, was diesen Anbieter damit zum Sieger im Übernahmekampf machte, da dessen Preis 17,45 Prozent über der Konkurrenzofferte lag.

Im Bieterwettbewerb um die SIG AG (2007) versuchten sich die beiden Anbieter jeweils gegenseitig zu überbieten. Bezogen auf den jeweils von den Anbietern ursprünglich angekündigten Preis erhöhte der erste Anbieter seine Offerte um 23,08 Prozent, der zweite Anbieter um 17,57 Prozent. Den Übernahmekampf konnte der Konkurrenzanbieter für sich gewinnen, da dessen Angebotspreis 8,75 Prozent über dem erhöhten Angebotspreis des ersten Anbieters lag. Der Vollzugspreis lag damit 33,85 Prozent über dem Angebotspreis, der bei Ankündigung des ersten Angebots offeriert wurde.

⁶⁷⁶ Im Fall der Axantis Holding AG (2001) wurde die Lancierung des ersten Angebots davon abhängig gemacht, dass eine außerordentliche Generalversammlung einer Fusion mit dem Anbieter zustimmt. Doch bevor es zur außerordentlichen Generalversammlung kam, hat ein zweiter Bieter ein Angebot unterbreitet, womit sich der erste Bieter zurückzog. Im Fall der Sopafin (2002) haben der konkurrierende Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen vor dem Beginn der Angebotsfrist zusammen 69,51% der Stimmrechte der Zielgesellschaft über die Börse erworben. Der erste Anbieter hat nach Bekanntgabe dieser Nachricht das Angebot widerrufen.

⁶⁷⁷ Der zweite Anbieter musste, nachdem er den Grenzwert von $33 \frac{1}{3}$ % der Stimmrechte überschritten hat ein Pflichtangebot unterbreiten. Dieser Anbieter hat durch weitere Zukäufe während des Übernahmekampfes seinen Stimmrechtsanteil auf über 50% erhöht. Da das erste Angebot an die Bedingung geknüpft war, dass der erste Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über einen Stimmrechtsanteil von über 51% verfügt, ist es nach Ablauf der Angebotsfrist für gescheitert erklärt worden.

⁶⁷⁸ Bezogen auf den tatsächlichen Vollzugspreis.

Bei den übrigen sechs Zielgesellschaften blieben jeweils die ersten Anbieter sowie die Konkurrenzanbieter bei ihrem jeweils ursprünglich angekündigten Preis. Der Angebotspreis der Konkurrenzofferte lag dabei im Fall der Axantis Holding AG (2001) um 6,45 Prozent, im Fall der Centerpulse AG (2003) um 25,85 Prozent⁶⁷⁹ und im Fall der Saia Burgess (2005) um 11,58 Prozent über dem Angebotspreis des ersten Anbieters. Sowohl bei der Sopafin (2002) als auch bei der InCentive (2003) hängt der Angebotspreis bei mindestens einem der beiden konkurrierenden Angebote unter anderem vom NAV am Ende der Angebotsfrist ab, weshalb die konkurrierenden Angebotspreise aufgrund fehlenden Datenmaterials nicht direkt miteinander verglichen werden können. Bei den konkurrierenden Angeboten für die Aktien der Bank Linth macht der von der Glarner Kantonalbank zusätzlich zur Barkomponente angebotene unkotierte Partizipationsschein den Vergleich unmöglich.

Im Falle aller betrachteten konkurrierenden Angebote war mit Ausnahme der Leica Geosystems Holdings (2005) jeweils der Konkurrenzanbieter derjenige Anbieter, dessen Angebot Erfolg hatte. Bei den Übernahmen der Intersport PSC Holding AG (2000) und der Saia Burgess (2005) machte die unterlegene Anbieterin zusätzlich die Angabe, dass sie ihre bis dahin gehaltenen Aktien der erfolgreichen Anbieterin andient. Bei allen anderen konkurrierenden Angeboten gibt es keine derartigen Informationen.

Wenn ein konkurrierendes Angebot lanciert wird, dann bringt dies nicht nur Vorteile im Hinblick auf einen höheren Angebotspreis, sondern es können für die Zielgesellschaft auch Nachteile erwachsen, wenn sie mit dem Erstanbieter eine Vereinbarung eingegangen ist, die im Falle eines Scheiterns des Angebots eine break fee vorsieht. Bei derartigen Verträgen spricht die Übernahmekommission vom „Überbinden der Transaktionskosten an die Zielgesellschaft“.⁶⁸⁰ Mit einer solchen Vereinbarung verpflichtet sich die Zielgesellschaft bei Eintritt eines sogenannten „trigger events“ gegenüber dem Anbieter zu einer Zahlung, um dessen Kosten zumindest teilweise zu kompensieren. Als trigger event wird bei Übernahmeangeboten in der Regel das Scheitern des Angebots gewählt. Im Rahmen der Gleichbehandlung wäre es denkbar, dass der konkurrierende Anbieter ebenso eine finanzielle Absicherung fordert, doch ist dies auf Grund des Rechts auf Vertragsfreiheit nur schwer

⁶⁷⁹ Bezogen auf den Ankündigungstag.

⁶⁸⁰ Vgl. Empfehlung Forbo Holding AG vom 7. März 2005, Erw. 8; Empfehlung VII Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 8. September 2005, Erw. 7; Empfehlung Berna Biotech AG vom 13. Dezember 2005, Erw. 8; Empfehlung II Amazys Holding AG vom 23. März 2006 – Angebotsprospekt, Erw. 9.

durchsetzbar.⁶⁸¹ Sollte jedoch eine derartige Vereinbarung erst dann gefasst werden, wenn beide Angebote bereits lanciert sind, so könnte sich der benachteiligte Anbieter auf den Gleichbehandlungsgrundsatz aus Art. 49 Abs. 1 UEV berufen. Allerdings wurde eine break fee-Vereinbarung zwischen der Saia Burgess (2005) und dem Konkurrenten nicht als unzulässige Abwehrmaßnahme eingestuft, da diese Vereinbarung dahingefallen wäre, sofern der Erstanbieter seine Offerte erhöht hätte.⁶⁸²

Da eine Vereinbarung zur Andienung mit den Aktionären bei Lancierung einer Konkurrenzofferte dahinfällt, sind vertraglich festgelegte break fees für den Anbieter eine Form der Absicherung. Sollte aber die break fee-Vereinbarung in der Weise ausgestaltet sein, dass sie einen möglichen Konkurrenten von vorneherein abschreckt, dann ist sie aus aktienrechtlicher Sicht unzulässig.⁶⁸³ Konventionalstrafen, die also über die dem Anbieter durch die Unterbreitung des Angebots entstandenen Kosten hinausgehen, sind nicht zulässig.⁶⁸⁴

Break fees, die ungefähr ein Prozent des gesamten Transaktionsvolumens ausmachen, sind nach herrschender Lehrmeinung zulässig, wobei dies allerdings nicht gesetzlich geregelt und somit immer eine Einzelfallentscheidung bleibt.⁶⁸⁵ Sollten sie über einen Kosten-erstattungscharakter hinausgehen und als eine Strafe für die Zielgesellschaft wirken, sind sie zurückzuweisen.⁶⁸⁶ In den USA sind break fees bis zu 3,5 Prozent des Transaktionswerts rechtlich durchsetzbar, in Großbritannien und in Deutschland dagegen sollten sie nicht die Einprozent-Grenze überschreiten.⁶⁸⁷

In den ersten Jahren seit Inkrafttreten des Börsengesetzes war es bei Übernahmeangeboten in der Schweiz unüblich, break fees zwischen Anbieter und Zielgesellschaft zu vereinbaren.⁶⁸⁸ Der erste derartige Vertrag wurde bei der Übernahme der Alusuisse Group AG (2000) geschlossen. In Tabelle 17 sind diejenigen Zielgesellschaften und Anbieter aufgeführt, bei denen es zu break fee-Vereinbarungen gekommen ist.

⁶⁸¹ Vgl. WATTER/MAIZAR(2005), S. 33f., HÖHN(2009), S. 51f. Die gleiche Ansicht vertritt die Übernahmekommission auch im Fall der InCentive (2003), bei dem die Konkurrentin eine derartige Klausel zur Bedingung machen wollte. Diese Bedingung wurde von der Übernahmekommission als unzulässig abgelehnt, vgl. Empfehlung II InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, Erw. 2.3.

⁶⁸² Vgl. Empfehlung VII Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 8. September 2005, Erw. 7.2.

⁶⁸³ Vgl. TSCHÄNI/DIEM(2005), S. 94f.

⁶⁸⁴ Vgl. SCHENKER(2005), S. 136f. Ein Verwaltungsrat, welcher eine über die Kosten hinausgehende Konventionalstrafe mit dem Anbieter vereinbart, macht sich unter Umständen gemäß Art. 717 OR i.V.m. Art. 754 OR schadenersatzpflichtig.

⁶⁸⁵ BOHRER(2005), S. 354, SCHMID(2006), S. 15 FN 92.

⁶⁸⁶ Vgl. DRYGALA(2005), S. 165f., SCHELLENBERGER/WITTMER(2007), S. 2.

⁶⁸⁷ Vgl. SCHMID(2006), S. 5f.

⁶⁸⁸ Vgl. SCHÄRER/APPENZELLER(2003), N 10.

Zielgesellschaft	Anbieter	Transaktionswert	Break fee	Verhältnis	Angebot zustande gekommen
Alusuisse Group AG (2000)	Alcan Aluminium Ltd	6.464 Mio. CHF	100 Mio USD	2,59%	ja
Centerpulse AG (2003)	Smith & Nephew Group Plc	3.000 Mio. CHF	20 Mio. CHF	0,66%	nein
InCentive Capital AG (2003)	Smith & Nephew Group Plc	741 Mio. CHF	4 Mio. CHF	0,54%	nein
Forbo Holding AG (2005)	AFB Investment SA	650 Mio. CHF	0,8 Mio. CHF	0,31%	nein
Saia-Burgess Electronics Holding AG (2005)	Gatebrook Ltd	695 Mio. CHF	2 Mio. CHF	0,31%	ja
Amazys Holding AG (2006)	X-Rite, Incorporation	367 Mio. CHF	1,9 Mio. CHF	0,52%	ja
Berna Biotech AG (2006)	Crucell N.V.	590 Mio. CHF	3,5 Mio. CHF	0,59%	ja
Micro Value AG (2008)	Vontobel Holding AG	396 Mio. CHF	0,3 Mio. CHF	0,08%	ja

Tab. 17: Break fee-Vereinbarungen⁶⁸⁹

Lock-up-Vereinbarungen⁶⁹⁰ im Rahmen von Transaktionsvereinbarungen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft zielen darauf ab, eine Konkurrenzofferte zu verhindern oder sie zumindest zu erschweren. Derartige Abmachungen sind aber nur dann zulässig, wenn ohne sie das Angebot nicht zustande kommt, und wenn die Zielgesellschaft auf die Übernahme „angewiesen“ ist.⁶⁹¹ Im Fall der Angebote für die beiden Zielgesellschaften InCentive Capital AG und Centerpulse AG im Jahr 2003 wollte sich der Anbieter Smith & Nephew Group Plc vor einem Konkurrenten mit Hilfe eines Tender Agreements⁶⁹² schützen. Durch die im Vertrag festgelegte Lock-up-Klausel wähnte sich Smith & Nephew sicher. Die Konkurrenzofferte für Centerpulse und InCentive, welche von Zimmer Holdings Inc. lanciert wurde, brachte das Tender Agreement zu Fall. Denn Art. 30 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 51 Abs. 2 UEV legt fest, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft bei konkurrierenden Angeboten die Möglichkeit haben müssen, zwischen diesen frei zu wählen, und eine bereits abgegebene Annahmeerklärung widerrufen können. Das bedeutet, dass die in dem Vertrag festgelegte Lock-up-Klausel bei einem konkurrierenden Übernahmeangebot rechtlich nicht durchsetzbar und somit ungültig ist, da eine derartige Klausel gegen die im Falle konkurrierender Angebote geltende Auktionsregel verstößt. Diese Auktionsregel sorgt dafür, dass die Aktionäre zwischen den beiden Angeboten völlig frei wählen können, und dass die Zielgesellschaft nicht einen der Anbieter bevorzugt.⁶⁹³

⁶⁸⁹ In Anlehnung an SCHMID(2006), S. 8.

⁶⁹⁰ Solche Regelungen können vorsehen, dass Teile der Zielgesellschaft bei Scheitern des Angebots an den Anbieter zu einem unter dem Verkehrswert liegenden Preis veräußert werden. Vgl. dazu SCHNYDRIG/VISCHER(2006), S. 1194.

⁶⁹¹ Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM(2007), S. 61f. Die Autoren schweigen sich aber dazu aus, wann eine Gesellschaft auf eine Übernahme „angewiesen“ ist, und wer dies beurteilen soll.

⁶⁹² Der Anbieter schloss mit den Hauptaktionären der InCentive Capital AG eine Vereinbarung, die vorsah, dass die Hauptaktionäre während der ersten beiden Geschäftstage des InCentive-Angebots ihre Aktien anbieten. Außerdem seien die Hauptaktionäre nicht berechtigt, ihr Angebot zurückzuziehen, selbst wenn es zur Lancierung einer Konkurrenzofferte kommt.

⁶⁹³ Vgl. RÖTHLISBERGER/NÄGELI(2004), S. 29f., MARGIOTTA/CHABLOZ(2005), S. 209. Gegen das Verbot von Tender Agreements im Verlauf eines öffentlichen Übernahmeangebots spricht sich WATTER(2013a) aus.

KOHLIK(2005) führt an, dass der beste Schutz gegen ein konkurrierendes Angebot darin besteht, dass der Anbieter vor Unterbreitung der Offerte über ein hinreichend großes Aktienpaket der Zielgesellschaft verfügen sollte.⁶⁹⁴

2.8 Steuerliche Aspekte

Der Anbieter hat im Angebotsprospekt die Steuerkonsequenzen bei Annahme des Übernahmeangebots für die Angebotsempfänger darzulegen.⁶⁹⁵ Die Übernahmekommission erachtet es weder als möglich noch als gerechtfertigt, dass alle Aktionäre, die ihre Aktien andienen, in steuerlicher Hinsicht gleichbehandelt werden. Bezogen auf den Mindestpreis eines Angebots bedeutet dies, dass bei dessen Berechnung der Bruttowert des Angebotspreises heranzuziehen ist.⁶⁹⁶

Da in der Schweiz die einzelnen kantonalen Steuergesetzgebungen und auch die rund 2730 Gemeinden aufgrund der Steuerhoheit ihre eigenen Steuern erheben dürfen,⁶⁹⁷ verzichten die Anbieter auf eine Erklärung der Besteuerung auf kantonaler und gemeindlicher Ebene und gehen nur kurz auf die anfallenden Bundessteuern ein. Auch die Besteuerung ausländischer Aktionäre wird nicht weiter beachtet, sondern es erfolgt ein Verweis auf die jeweils geltenden Doppelbesteuerungsabkommen. Im Folgenden sollen deshalb auch nur die Steuerfolgen für Aktionäre mit Wohnsitz in der Schweiz dargelegt werden.

Bei der Besteuerung wird im ersten Schritt unterschieden, ob es sich beim Angebotsadressaten um eine natürliche Person oder eine Kapitalgesellschaft handelt. Für die Besteuerung einer natürlichen Person spielt es im Wesentlichen eine Rolle, ob die Beteiligungspapiere im Privat- oder im Geschäftsvermögen gehalten werden.

⁶⁹⁴ Vgl. KOHLIK(2005), S. 80.

⁶⁹⁵ Vgl. Empfehlung Leica Geosystems Holdings AG vom 9. August 2005, Erw. 9.2.

⁶⁹⁶ Vgl. Empfehlung Regedo Holding AG vom 9. Dezember 2004, Erw. 2.3.2

⁶⁹⁷ Vgl. SCHWEIZ.STEUERKONFERENZ(2007), S. 6.

Natürliche Personen mit Aktien im Privatvermögen

Sofern eine natürliche Person, die ihre Aktien im Privatvermögen hält, diese im Rahmen eines Übernahmeangebots andient, unterliegt ein eventueller Kapitalgewinn gemäß Art. 16 Abs. 3 DBG nicht der Steuer. Nennwertgewinne, die beim Umtauschangebot entstehen, sind ebenso den steuerfreien Kapitalgewinnen zuzurechnen.

Wenn allerdings die Zielgesellschaft als Immobiliengesellschaft klassifiziert wird, kann der Aktienverkauf als eine wirtschaftliche Handänderung an den Grundstücken der Zielgesellschaft zu verstehen sein, weshalb der Gewinn dann der kantonalen Grundsteuergewinnsteuer sowie der kantonalen Handänderungssteuer unterworfen ist. Der steuerbare Gewinn errechnet sich aus dem Wertzuwachs der Immobilien während der Haltedauer.⁶⁹⁸

Eine weitere Ausnahme von der Steuerfreiheit bildet die indirekte Teilliquidation. Unsicherheiten, die bezüglich dieses Themenkomplexes jahrelang vorherrschten, könnten möglicherweise übernehmehemmend gewirkt haben, denn es bestand durchaus die Gefahr, dass eine fremdfinanzierte Übernahme als steuerbar eingestuft wurde, wenn der Anbieter nicht den Nachweis erbringen konnte, dass er die Finanzierung nicht aus den Mitteln der Zielgesellschaft bewerkstelligt.⁶⁹⁹ Diese Unklarheiten wurden erst mit Inkrafttreten des Art. 20a DBG am 1. Januar 2007 beendet. Die Regelungen sollen die Umgehung der Besteuerung von Dividenden verhindern. Denn im Hinblick auf die Finanzierung der Offerte könnte ein Anbieter geneigt sein, bei der Zielgesellschaft einen Dividendenverzicht durchzusetzen, um mit den entsprechenden Mitteln den Kaufpreis zu finanzieren.⁷⁰⁰

Folgende Bedingungen müssen kumulativ erfüllt sein, damit eine Transaktion als indirekte Teilliquidation eingestuft wird:⁷⁰¹

- Verkauf von mindestens 20 Prozent des Aktienkapitals der Gesellschaft von einem einzigen Verkäufer. Bei einem öffentlichen Übernahmeangebot kann es also nur zu einer Besteuerung kommen, wenn ein einzelner Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären mindestens 20 Prozent der Aktien der Zielgesellschaft verkaufen.

⁶⁹⁸ Vgl. SCHENKER(1998), S. 175.

⁶⁹⁹ Vgl. SCHENKER(2007), S. 189.

⁷⁰⁰ Vgl. SCHENKER(2007), S. 194.

⁷⁰¹ Vgl. Art. 20a DBG.

- Verkauf aus dem Privatvermögen in das Geschäftsvermögen einer anderen natürlichen oder juristischen Person. Dies bedeutet, dass es zu einem Systemwechsel, also zu einem Wechsel vom Nennwert- ins Buchwertprinzip kommen muss.
- zum Zeitpunkt des Verkaufs vorhandene und gemäß Art. 675 Abs. 2 OR handelsrechtlich ausschüttbare nicht betriebsnotwendige Substanz.
- Ausschüttung dieser vor dem Kauf bestehenden Reserven innerhalb von 5 Jahren nach dem Verkauf.
- Mitwirkung des Verkäufers bei der Transaktion. Diese Mitwirkung kann sowohl aktiv also auch passiv geschehen. Eine passive Mitwirkung nach Art. 20a Abs. 2 DBG ist dann gegeben, wenn der Verkäufer von der Substanzentnahme weiß oder wissen muss.

Sofern eine Transaktion als indirekte Teilliquidation eingestuft wird, dann bestimmt sich der zu besteuernde Vermögensertrag aus der kleinsten der folgenden Größen:⁷⁰² Verkaufserlös, Ausschüttungsbetrag, handelsrechtlich ausschüttungsfähige Reserven, nichtbetriebsnotwendige Substanz.

Um den andienenden Aktionären die Zweifel bei der Besteuerung zu nehmen, könnte sich ein Anbieter vertraglich dazu verpflichten, dass er in den folgenden fünf Jahren keine Reserven der Zielgesellschaft ausschütten wird. Wird eine Transaktion als indirekte Teilliquidation klassifiziert, so wird der beim Verkäufer anfallende Kapitalgewinn zu einem steuerbaren Vermögensertrag.

Kommt es im Zuge der Übernahme zur Ausschüttung von Dividenden, dann gelten diese als steuerbares Einkommen nach Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG. Dividenden werden nach Abzug des Verrechnungssteuersatzes von 35 Prozent ausbezahlt.⁷⁰³ Einer natürlichen Person mit Wohnsitz in der Schweiz wird die Verrechnungssteuer zurückerstattet bzw. mit der Einkommensteuer verrechnet, sofern diese Person die entsprechenden Einkünfte deklariert.⁷⁰⁴ Bei einem Übernahmeangebot hat beispielsweise eine Sonderdividende – wie im Fall der Zellweger Luwa AG (2003) - für den Hauptaktionär den Vorteil, dass er dadurch entsprechende finanzielle Mittel für die Übernahme erhält.

⁷⁰² ESTV(2007), S. 6.

⁷⁰³ Vgl. Art. 13 Abs. 1 lit. a VStG.

⁷⁰⁴ Vgl. HÖHN/WALDBURGER(2001), S. 518.

Im Zuge oder nach Abschluss der Übernahme kann es auch zur Liquidation der Gesellschaft kommen.⁷⁰⁵ Üblich ist es in einer solchen Situation, dass die Aktiven der zu liquidierenden Gesellschaft an den Hauptaktionär verkauft werden.⁷⁰⁶ Sofern nach der Berücksichtigung der Forderungen sämtlicher Gläubiger Vermögen übrig bleibt, gelangt dies zur Auszahlung an die Aktionäre. Diese Liquidationsdividende wird im Verhältnis der auf das Aktienkapital einbezahlten Beträge verteilt.⁷⁰⁷ Für die Liquidationsauszahlungen gilt das Nennwertprinzip, nach dem die Differenz zwischen dem Liquidationserlös und dem Nennwert besteuert wird.⁷⁰⁸ Liquidationsüberschüsse sind gemäß Art. 20 Abs. 1 VStV der Verrechnungssteuer unterworfen, sofern es nicht eine Rückzahlung des nominellen Kapitals darstellt.⁷⁰⁹ Seit dem 1. Januar 2011 können auch Reserven aus den Kapitaleinlagen steuerfrei zurückbezahlt werden.⁷¹⁰

Bei einem Umtauschangebot gibt es für die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht nur Unsicherheiten auf Grund der Kursschwankungen der zum Umtausch angebotenen Titel, sondern auch Unsicherheiten über eine eventuell anfallende Steuer. Wenn nämlich nach einer Übernahme innerhalb der folgenden fünf Jahre eine Absorptionsfusion zwischen der Anbieterin und der Zielgesellschaft stattfindet, dann ist eine Steuer geschuldet.⁷¹¹ In diesem Fall unterliegt der Nennwertgewinn auch für Anlieger, die ihre Aktien im Privatvermögen halten, sowohl der direkten Bundessteuer als auch der Verrechnungssteuer und wird gegebenenfalls im Nachsteuerverfahren gemäß Art. 151 Abs. 1, Art. 152 und Art. 153 DBG eingefordert.⁷¹²

⁷⁰⁵ Beispielsweise wurde die Porst Holding AG (1998) nach erfolgreichem Abschluss des Übernahmeangebots liquidiert.

⁷⁰⁶ Vgl. SCHÄRER/ZEITER(2003), S. 68.

⁷⁰⁷ Vgl. BAUEN/BERNET(2007), S. 222.

⁷⁰⁸ Vgl. SCHENKER(2002), S. 226.

⁷⁰⁹ Vgl. HÖHN/WALDBURGER(2001), S. 528.

⁷¹⁰ Vgl. <http://www.efd.admin.ch/themen/steuern/02357/index.html?lang=de>. Hier finden sich Erklärungen zum Kapitaleinlagenprinzip.

⁷¹¹ Vgl. BETSCHAT(2006), S. 91.

⁷¹² Vgl. SCHENKER (2009), S. 724f.

Natürliche Personen mit Aktien im Geschäftsvermögen

Kapitalgewinne werden bei natürlichen Personen dem Geschäftsvermögen zugerechnet, sofern sie aus einer „anderen selbständigen Erwerbstätigkeit“ stammen.⁷¹³ In diesem Zusammenhang geht es auch um die Einstufung der natürlichen Person als professioneller Wertschriftenhändler. Die Kantone handeln bei ihrer Einschätzung dabei sehr unterschiedlich und meist auch sehr undurchschaubar.⁷¹⁴

Eine selbständige Erwerbstätigkeit wurde dann als gegeben betrachtet, wenn folgende Anhaltspunkte vorlagen⁷¹⁵:

- die systematische oder planmäßige Art und Weise des Vorgehens und/oder
- die Häufigkeit der Geschäfte und eine kurze Besitzdauer und/oder
- der enge Zusammenhang der Geschäfte mit der beruflichen Tätigkeit der steuerpflichtigen Person sowie der Einsatz spezieller Fachkenntnisse und/oder
- der Einsatz erheblicher fremder Mittel zur Finanzierung der Geschäfte und/oder
- die Wiederanlage der erzielten Gewinne in gleichartige Vermögensgegenstände.

Da für die meisten Anleger am Aktienmarkt mindestens eines dieser Kriterien zutrifft, konnte eine gewisse Willkür bei der Einordnung nicht verneint werden.

Aus diesem Grund wurden dazu klarere Regeln aufgestellt. So geht man heute in jedem Fall von einer privaten Vermögensverwaltung aus, wenn folgende Kriterien kumulativ erfüllt sind:⁷¹⁶

- Haltedauer der veräußerten Wertschriften beträgt mindestens 6 Monate
- Das Transaktionsvolumen pro Jahr beträgt nicht mehr als das Fünffache des Wertschriften- und Guthabenbestands zu Beginn der Steuerperiode
- Die realisierten Kapitalgewinne betragen weniger als 50 % des Reineinkommens in der Steuerperiode
- Wertschriften sind nicht fremdfinanziert *oder* Fremdkapitalzinsen sind kleiner als steuerbare Vermögenserträge aus den Anlagen

⁷¹³ Vgl. Art. 18 Abs. 1 DBG.

⁷¹⁴ Vgl. AEBERSOLD SZALAY(2007a), S. 20.

⁷¹⁵ ESTV(2005), S. 5f.

⁷¹⁶ Kreisschreiben Nr. 36 Gewerbsmässiger Wertschriftenhandel vom 27. Juli 2012, abrufbar unter www.estv.admin.ch.

- Der Kauf und Verkauf von Derivaten beschränkt sich auf die Absicherung der eigenen Wertschriftenposition

Sofern eine natürliche Person mit Wohnsitz in der Schweiz ihre Aktien im Geschäftsvermögen hält, unterliegt sie dem Buchwertprinzip. Das bedeutet, dass die Differenz zwischen dem Buchwert der Aktien und dem Verkaufspreis der Steuer unterliegt, wobei eventuell anfallende Verluste steuerlich geltend gemacht werden können.⁷¹⁷ Der Verkäufer der Beteiligungspapiere hat in diesem Fall Einkommensteuer sowie Sozialabgaben zu entrichten.

Tauschangebote sind steuerneutral, sofern die neuen Aktien zum gleichen Buchwert weitergeführt werden wie die zum Tausch angedienten Titel, und wenn es sich beim vorliegenden Übernahmeangebot um eine Quasifusion⁷¹⁸ handelt. Andernfalls wird die Differenz zwischen dem alten und dem neuen Buchwert besteuert.⁷¹⁹

Kapitalgesellschaft mit Sitz in der Schweiz

Bei Kapitalgesellschaften sind Kapitalgewinne den Einkünften zuzuordnen und damit prinzipiell steuerbar, mit Ausnahme von eventuellen kantonalen Steuerprivilegien.⁷²⁰

Der Steuer unterworfen ist der Differenzbetrag von Angebotspreis und dem bisherigen Buchwert der Anteile.⁷²¹ Ein eventueller Beteiligungsabzug⁷²² war wohl nur in wenigen Fällen gegeben, denn dazu müsste die betreffende Kapitalgesellschaft mehr als 20 Prozent des Kapitals der Zielgesellschaft halten, wobei eine Haltefrist von mindestens einem Jahr gegeben sein muss. Der Prozentsatz von 20 Prozent wurde zum 1. Januar 2011 auf 10 Prozent gesenkt.⁷²³

Bei Tauschangeboten gelten die gleichen Regelungen wie für natürliche Personen, die ihre Aktien im Geschäftsvermögen halten.

Ebenso haben Kapitalgesellschaften gemäß Art. 24 Abs. 2 VStG einen Anspruch auf Rückerstattung bzw. Aufrechnung einer anfallenden Verrechnungssteuer, sofern der

⁷¹⁷ Vgl. Art. 18 Abs. 2 DBG i.V.m. Art. 8 Abs. 3 lit. C StHG.

⁷¹⁸ Bei einer Quasifusion wird die Übernahme einer Gesellschaft mit Aktien des Anbieters finanziert, ohne dass es zu einer Verschmelzung der beiden Gesellschaften kommt. Vgl. LUTZ/GERBER(2004), S. 22.

⁷¹⁹ Vgl. SCHENKER(2005), S. 224f.

⁷²⁰ Vgl. TSCHÄNI(2003), S. 388f.

⁷²¹ Vgl. LUTZ/GERBER(2004), S. 22.

⁷²² Hierbei reduziert sich die Gewinnsteuer im Verhältnis des Nettoertrags aus Beteiligungen zum gesamten Reingewinn.

⁷²³ Vgl. Art. 69 f. DBG.

steuerbare Ertrag ihnen wirtschaftlich selbst zukommt, und sie nicht eine Steuerumgehung für einen ausländischen Investor begehen.⁷²⁴

Es existieren verschiedene juristische Körperschaften, die vollumfänglich von der Ertrags- und Einkommenssteuer befreit sind, wie beispielsweise Gemeinden, Kantone, Pensionskassen oder Anlagestiftungen von Pensionskassen.⁷²⁵

Die übrigen anfallenden Steuern wie Umsatzabgabe oder Emissionsabgabe übernimmt in der Regel die Anbieterin.⁷²⁶ Sofern einer der Beteiligten im Rahmen eines Kaufangebots als Effektenhändler eingeordnet wird – und das trifft für die meisten Angebote aufgrund des Hinzuziehens einer Bank zu – so ist eine Umsatzabgabe fällig, die sich auf 0,15% des Kaufpreises beläuft.⁷²⁷ Bei Barangeboten fällt sie einmal an. Bei Umtauschangeboten, bei denen schweizerische Aktien zum Tausch angeboten werden, fällt die Umsatzsteuer zweimal an (also 0,3% vom Kaufpreis)⁷²⁸, sofern die Aktien des Anbieters nicht durch eine Kapitalerhöhung durch Sacheinlage ausgegeben wurden. Ansonsten ist keine Umsatzabgabe geschuldet.⁷²⁹ Bietet der Anbieter ausländische Aktien an, die nicht aus einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage stammen, so beläuft sich die Umsatzabgabe auf 0,45% des Kaufpreises (0,15% für die inländische Aktie und 0,3% für die ausländische Aktie)⁷³⁰, sonst auf 0,15%.⁷³¹ Beim Tauschangebot wird die Emissionsabgabe für die Ausgabe neuer Aktien erlassen, sofern der gesamte Nennwert dieser Aktien nicht höher ist als der Nennwert der Aktien der Zielgesellschaft.⁷³²

Ab dem Jahr 2001 hat sich gezeigt, dass immer mehr Anbieter ein sogenanntes Steuerruling einholen. Dabei handelt es sich um einen Vorbescheid der jeweiligen Steuerbehörde, die darüber verbindliche Auskunft erteilt, ob und welche Steuern bei der Übernahme für die jeweiligen Parteien anfallen, wobei jedoch bei der gerichtlichen Durchsetzung der Bindung der Grundsatz von Treu und Glauben entscheidend ist.⁷³³

⁷²⁴ Vgl. HÖHN/WALDBURGER(2001), S. 543.

⁷²⁵ Vgl. SCHENKER(2002), S. 230.

⁷²⁶ In folgenden Fällen mussten die Aktionäre diese Kosten teilweise oder ganz übernehmen: Esec Holding AG (2000), Intersport PSC Holding AG (2001), Swiss Steel AG (2003), Optic - Optical Technology Investments AG (2004), Pelikan Holding AG (2005).

⁷²⁷ Vgl. Art. 16 Abs. 1 lit. a StG.

⁷²⁸ Als Bemessungsgrundlage dient der Verkehrswert der übergebenen Aktien des Übernehmers, Art. 16 Abs. 2 StG, Vgl. SCHENKER(2005), S. 239.

⁷²⁹ Vgl. SCHENKER(2002), S. 246.

⁷³⁰ Vgl. Art. 16 Abs. 1 StG.

⁷³¹ Vgl. SCHENKER(2002), S. 246f.

⁷³² Vgl. SCHENKER(2002), S. 248.

⁷³³ Vgl. HÖHN/WALDBURGER(2001), S. 933f.

Wenn die Übernahme für den Anbieter erfolgreich verlaufen ist, und die Schwelle für das Kraftloserklärungsverfahren erreicht wurde, muss die steuerliche Behandlung, um dem Gleichbehandlungsgrundsatz gerecht zu werden, im Falle einer Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere derjenigen aus dem vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebot entsprechen.⁷³⁴ Die Kraftloserklärung wird also steuerlich als zwangsweise Veräußerung betrachtet, die entweder einen Veräußerungserlös oder einen Veräußerungsverlust erbringt.⁷³⁵

2.9 Vergleich der Schweizer und deutschen Übernahmegesetzgebungen

Zunächst soll ein kurzer Überblick über die in Deutschland geltenden Regelungen gegeben werden, bevor es zu einem Vergleich der Übernahmeregelungen in beiden Ländern kommt.

2.9.1 Öffentliche Kaufangebote in Deutschland

Vor Inkrafttreten des WpÜG gab es in Deutschland - analog zu den Gepflogenheiten in der Schweiz - den Übernahmekodex, der am 1. Oktober 1995 in Kraft trat. Dieser Kodex wurde von der Börsensachverständigenkommission entwickelt und beruhte ebenso wie der Schweizer Kodex auf einer freiwilligen Selbstverpflichtung.⁷³⁶ So nahmen in Deutschland auch nur 775 der 1016 börsennotierten Gesellschaften diesen Kodex an.⁷³⁷ Die Sanktionsmöglichkeiten gegen Kodexverstöße waren auf die öffentliche Publikation dieser Verstöße durch die Übernahmekommission – dem hier zuständigen Kontrollorgan – beschränkt. Die Hoffnungen, die in den Kodex gesteckt wurden⁷³⁸, sind somit zum größten Teil enttäuscht worden.

Am 1. Januar 2002 trat das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) in Kraft. Der Anwendungsbereich erstreckt sich auf alle öffentlichen Angebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland, deren Titel im amtlichen oder geregelten Markt einer inländischen Börse zugelassen sind. Die Aufsicht über die Einhaltung der Übernahmegesetze liegt gemäß § 4 WpÜG bei der Bundesanstalt für Finanzdienst-

⁷³⁴ Vgl. GRETER(1998), S. 82.

⁷³⁵ Vgl. WEIDMANN/HEUBERGER(2007), S. 196.

⁷³⁶ Vgl. HOPT(1997), S. 393ff.

⁷³⁷ Vgl. BUNDESREGIERUNG(2001), S. 27. Die Zahlen beziehen sich auf den Stand am 11. April 2001.

⁷³⁸ Vgl. ASSMANN(1995).

leistungen (BaFin). Ziel war es, einen besseren Minderheitenschutz zu gewährleisten. Dieser sollte unter anderem damit sichergestellt werden, dass - analog zum relativen Gleichbehandlungsgrundsatz in der Schweiz - gemäß § 3 Abs. 1 WpÜG die Inhaber von Wertpapieren gleicher Gattungen gleichzubehandeln sind.⁷³⁹

In Deutschland gliedern sich die öffentlichen Kaufangebote in drei Angebotsarten: Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, Übernahmeangebote und Pflichtangebote. Im Vergleich dazu gehören in der Schweiz die Erwerbsangebote und Übernahmeangebote zur Gruppe der freiwilligen Angebote.

Erwerbsangebote sind in den §§ 10 bis 28 WpÜG geregelt. Sie werden entweder zum Erwerb einer nichtkontrollierenden Beteiligung oder zur Aufstockung einer kontrollierenden Beteiligung unterbreitet.

Übernahmeangebote, die in den §§ 29 bis 34 WpÜG geregelt sind, dienen dazu, eine Kontrollbeteiligung an der Zielgesellschaft zu erlangen. Das Gesetz sieht die Schwelle der Kontrollbeteiligung bei 30 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft.⁷⁴⁰

Ein Pflichtangebot muss derjenige unterbreiten, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrollschwelle von 30 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft überschreitet.⁷⁴¹ Die Bestimmungen für Pflichtangebote finden sich in den §§ 35 bis 39 WpÜG. Da bei einem Übernahmeangebot die gleichen Vorschriften gelten wie bei einem Pflichtangebot, ist der Anbieter nach Erreichen der Kontrollschwelle nicht verpflichtet, ein neuerliches Pflichtangebot zu unterbreiten.

Ebenso wie in der Schweiz ist in Deutschland eine *invitatio ad offerendum* unzulässig, was bedeutet, dass den Aktionären ein bindendes Angebot zu unterbreiten ist.⁷⁴² Allerdings sind Teilangebote im Rahmen der Erwerbsangebote, nicht aber bei einem Übernahme- oder Pflichtangebot, zulässig. Die Annahmeerklärungen sind dabei proratarisch zu berücksichtigen.⁷⁴³

Der Ablauf eines öffentlichen Angebots zum Erwerb von Wertpapieren in Deutschland ist in Abbildung 14 dargestellt.

⁷³⁹ Zur Ungleichbehandlung zwischen Vorzugsaktionären und Stammaktionären vgl. WENGER/HECKER(2004), S. 5ff.

⁷⁴⁰ Vgl. § 29 Abs. 1 WpÜG

⁷⁴¹ Eine ausführliche Beschreibung der Zurechnungstatbestände, die zum Überschreiten der Kontrollschwelle führen, findet sich bei LENENBACH(2008), S. 1590ff.

⁷⁴² Vgl. WIRTZ(2004), S. 31.

⁷⁴³ Vgl. § 19 WpÜG.

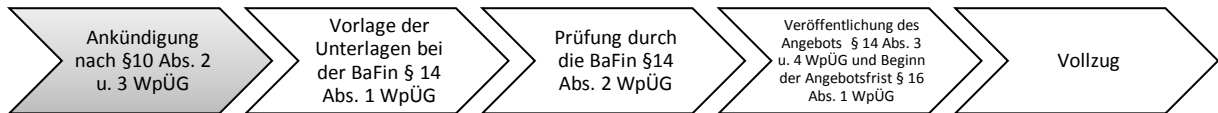


Abb. 14: Ablauf eines öffentlichen Angebots zum Erwerb von Wertpapieren in Deutschland

Der Anbieter hat seine Absicht unverzüglich zu veröffentlichen und den betroffenen Börsen, der BaFin und einem elektronischen Informationsverarbeitungssystem zu melden. Innerhalb von vier Wochen muss der Anbieter die Angebotsunterlagen der BaFin zur Prüfung übermitteln. Diese Frist kann um weitere vier Wochen ausgeweitet werden, sofern es sich um ein grenzüberschreitendes Angebot handelt oder weitere Kapitalmaßnahmen eine Frist-erweiterung erforderlich machen. Innerhalb von zehn Tagen muss die BaFin die Angebotsunterlagen prüfen. Bei unvollständigen Unterlagen kann die Frist um fünf Tage verlängert werden. Nach der Genehmigung ist die Angebotsunterlage unverzüglich zu veröffentlichen. Die Angebotsunterlage muss in deutscher Sprache verfasst sein und Angaben zum Bieter, zum Gegenstand des Angebots, zur Gegenleistung, zur Finanzierung des Angebots und zur zukünftigen Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft enthalten. Ebenso sind zusätzliche Angaben wie der Beginn und das Ende der Angebotsfrist, Bedingungen und weitere sonstige Angaben in der Angebotsunterlage enthalten.⁷⁴⁴ Die Angebotsfrist beginnt mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und liegt zwischen vier und zehn Wochen. Diese Frist kann bei einer Angebotsänderung um zwei Wochen verlängert werden. Änderungen sind nur dann zulässig, wenn sie zu einer Besserstellung der Aktionäre führen, wie etwa eine Angebotspreiserhöhung oder der Verzicht auf Bedingungen.⁷⁴⁵ Sofern eine Hauptversammlung einberufen wird, beträgt die Frist generell 10 Wochen. Während der Angebotsfrist ist der Anbieter gemäß § 23 Abs. WpÜG zu regelmäßigen „Wasserstands-meldungen“ verpflichtet. Das bedeutet, dass er während der Angebotsfrist wöchentlich und in der letzten Woche vor Ablauf der Angebotsfrist täglich die Anzahl der gehaltenen und angedienten Stimmrechte veröffentlichen muss. Nach Veröffentlichung des Angebots sind Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 27 WpÜG zu einer begründeten Stellungnahme verpflichtet. Anders als in der Schweiz müssen die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat, sofern sie Aktionäre der Zielgesellschaft sind, angeben, ob sie das Angebot annehmen oder nicht. Nach Veröffentlichung der Andienungsquote muss den Aktionären, die das Angebot noch nicht angenommen haben, die Möglichkeit gegeben werden, innerhalb von zwei Wochen das Angebot noch anzunehmen. Diese Möglichkeit besteht gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG

⁷⁴⁴ Vgl. § 11 WpÜG.

⁷⁴⁵ Vgl. WIRTZ(2004), S. 44.

allerdings nur, wenn eine zur Bedingung gemachte Mindestandienungsquote nicht nach Ablauf der Angebotsfrist verfehlt wurde.

Für die Aktionäre der Zielgesellschaft ist die gebotene Gegenleistung von primärem Interesse. Bei Übernahme- und Pflichtangeboten ist vorgeschrieben, dass als Gegenleistung eine Geldzahlung in Euro oder ein Tausch gegen liquide Aktien zulässig sind.⁷⁴⁶ Ein Kaufangebot ist dann zwingend vorgeschrieben, wenn der Anbieter oder die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen in den letzten sechs Monaten vor Veröffentlichung des Angebots und bis zum Ablauf der Angebotsfrist mindestens fünf Prozent der Aktien oder Stimmrechte der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung erworben haben. Den Aktionären ist gemäß § 2 Nr. 3 WpÜGAngebV außerdem mitzuteilen, mit welcher Bewertungsmethode die Gegenleistung festgesetzt wurde, und warum diese Methode gewählt wurde.

Bei Übernahme- und Pflichtangeboten ist die Einhaltung eines Mindestpreises zwingend vorgeschrieben. Dabei werden zum einen der Vorerwerb durch den Anbieter sowie der Börsenkurs der Zielgesellschaft berücksichtigt.⁷⁴⁷ Die Gegenleistung darf nicht unter dem vom Bieter oder von den mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen höchsten bezahlten Preis für den Erwerb der Aktien der Zielgesellschaft in den letzten drei Monaten vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlagen liegen.⁷⁴⁸ Außerdem darf die Gegenleistung nicht unter dem gewichteten Börsenkurs der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Übernahmeabsicht liegen.⁷⁴⁹ Bei der Bemessung des Mindestpreises ist zu berücksichtigen, dass sich die Stichtage zur Bestimmung der jeweiligen Wertuntergrenzen voneinander unterscheiden. Die jeweiligen Mindestpreise, bezogen auf den Börsenkurs, können dabei tagesaktuell auf der Homepage der BaFin abgerufen werden.

Ebenso wie in der Schweiz gibt es auch im deutschen Übernahmegesetz eine Best Price-Regelung. Diese unterscheidet dabei zwischen dem Parallelerwerb und dem Nacherwerb. Unter Parallelerwerb sind Käufe des Bieters zwischen Veröffentlichung der Angebotsunterlage und der Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots zu verstehen. Sofern der

⁷⁴⁶ Vgl. § 31 Abs. 2 WpÜG

⁷⁴⁷ Vgl. §§ 4 u. 5 WpÜGAngebV.

⁷⁴⁸ Bezüglich des Vorerwerbs erscheint eine Frist von nur 3 Monaten auf den ersten Blick im Vergleich mit den in der Schweiz vorgeschriebenen 12 Monaten zu kurz. SCHMIDT/PRIGGE/SUCKEL(2003) untersuchten die Angebote des Jahres 2002 und fanden aber heraus, dass die Vorerwerbe bei den 25 Angeboten mehrheitlich in die Dreimonatsfrist fallen, vgl. SCHMIDT/PRIGGE/SUCKEL(2003).

⁷⁴⁹ Für eine kritische Auseinandersetzung mit dem Mindestpreis vgl. WENGER(2001), S. 605f.

Preis des Parallelerwerbs höher als die im Angebot offerierte Gegenleistung liegt, muss dieser Preis auch den übrigen Aktionären angeboten werden. Beim Nacherwerb, der innerhalb eines Jahres nach der Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots liegt, muss der Bieter gemäß § 31 Abs. 5 WpÜG, sofern er außerbörslich einen höheren Preis als den Angebotspreis bezahlt hat, den Aktionären, die das Angebot angenommen haben, den Überschreibungsbetrag entrichten. Sofern aber die Aktien im Rahmen einer gesetzlichen Verpflichtung, wie beispielweise im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder eines Squeeze-out, übernommen wurden, entfällt diese Verpflichtung.

Es ist allerdings nicht nachvollziehbar, warum diese Vorschrift nicht auch Aktienkäufe über die Börse mit einschließt. In der Schweiz beträgt zwar die Frist für die Anwendung der Best Price Rule nur sechs Monate, aber es werden sämtliche Erwerbsmöglichkeiten – sei es börslich oder außerbörslich – mit eingeschlossen. Hier ist für den deutschen Kapitalmarkt Handlungsbedarf angezeigt.

Bei Verstoß gegen das WpÜG hat der Anbieter mit Zahlung einer Geldbuße bis zu einer Million Euro zu rechnen, sofern er vorsätzlich oder leichtfertig eine in § 60 WpÜG definierte Ordnungswidrigkeit begangen hat. Bei Verstoß gegen die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots kann der betreffende Aktionär gemäß § 59 WpÜG aus seinen Aktien keine Rechte ausüben, solange der Verstoß besteht.

Schon vor Inkrafttreten des WpÜG prognostizierten WENGER/KASERER/HECKER(2001), dass es auch unter dem WpÜG nicht gelingen wird, die Minderheiten an den ökonomischen Vorteilen einer Übernahme zu beteiligen.⁷⁵⁰ SCHMITT/MOLL(2007) aber zeigen, dass die Übernahmeprämien seit Einführung des WpÜG tendenziell höher sind, weshalb die Autoren in diesem Zusammenhang von einem positiven Einführungseffekt sprechen.⁷⁵¹

2.9.2 Vergleich der Gesetzgebungen

Der Vergleich zwischen den wichtigsten Aspekten der Schweizer und deutschen Übernahmeregelungen findet sich in Tabelle 18.

⁷⁵⁰ Vgl. WENGER/KASERER/HECKER(2001), S. 318.

⁷⁵¹ Vgl. SCHMITT/MOLL(2007), S. 207. Vergleiche dazu auch die Ausführungen zu dieser Untersuchung in Kapitel 4.2.2.

	<i>Schweiz (BEHG)</i>	<i>Deutschland (WpÜG)</i>
Angebotsart	<ul style="list-style-type: none"> ▪ freiwillige Angebote ▪ Pflichtangebote 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wertpapiererwerbsangebote ▪ Übernahmeangebote ▪ Pflichtangebote
Pflichtangebotschwelle	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 33,33% (Art. 32 Abs. 1 BEHG) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 30% (§ 35 Abs. 1 WpÜG)
Gegenleistung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ freiwillige Angebote: frei wählbar (Art. 9 UEV) ▪ Pflichtangebote: falls Tauschangebot unterbreitet wird, muss alternativ eine Barabgeltung geboten werden (Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA) ▪ zwingendes Kaufangebot, wenn Anbieter von Veröffentlichung bis Vollzug des Angebots Beteiligungspapiere oder in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung des Angebots mind. 10% des Kapitals gegen Barzahlung erwirbt, auf die sich das Angebot bezieht (Art. 9a UEV) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geldleistung in Euro oder liquide Aktien (§ 31 Abs. 2 WpÜG) ▪ zwingendes Kaufangebot, wenn Bieter in den letzten 6 Monaten vor Veröffentlichung des Angebots und bis Ablauf der Angebotsfrist mindestens 5% der Aktien oder Stimmrechte bar erworben hat (§ 31 Abs. 3 WpÜG)
Mindestpreis (Börsenkurs)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ bis 30.6.2007: Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage vor der Ankündigung (Art. 37 Abs. 1 BEHV-EBKalt) ▪ ab 01.07.2007: VWAP der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots (Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA) ▪ gilt für Pflichtangebote und freiwillige Angebote, sofern die Schwelle von 33,33% überschritten wird und die Zielgesellschaft kein Opting Out in den Statuten verankert hat 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs der letzten 3 Monate vor Veröffentlichung des Angebots (§ 5 WpÜGAngebv). ▪ gilt für Übernahme- und Pflichtangebote
Mindestpreis (Vorerwerb)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ mindestens der höchste Preis, den der Anbieter in 12 Monaten vor der Ankündigung des Angebots bezahlt hat. (Art. 32 Abs. 4 BEHG) ▪ gilt für Pflichtangebote und freiwillige Angebote, sofern die Schwelle von 33,33% überschritten wird und die Zielgesellschaft kein Opting Out in den Statuten verankert hat 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ mindestens der Wert des höchsten vom Bieter bezahlten Preises der letzten 3 Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlagen (§ 4 WpÜGAngebv) ▪ gilt für Übernahme- und Pflichtangebote
Angebotsfrist	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Beginnt nach einer Karenzfrist von 10 Tagen nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage (Art. 14 Abs. 1 u. 2 UEV ; Befreiung von Karenzfrist möglich) ▪ Dauer zwischen 20 und 40 Börsentagen (Art. 14 Abs. 3 u. 4 UEV, entspricht 4 bis 8 Wochen) ▪ Nachfrist von 10 Börsentagen (Art. 14 Abs. 5 UEV) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Beginnt mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage (§ 16 Abs. 1 WpÜG) ▪ Dauer zwischen 4 und 10 Wochen (§ 16 Abs. 1 WpÜG) ▪ Nachfrist von 2 Wochen (§ 16 Abs. 2 WpÜG)
Best price Regelung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ab Veröffentlichung des Angebots bis 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Parallelerwerb: ab Veröffentlichung Angebotsunterlage bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses (§31 Abs. 4 WpÜG) ▪ Nacherwerb: ab Veröffentlichung der Annahmquote bis 1 Jahr nach Angebot. Gilt nur bei außerbörslichen TA und nicht für Aktien, die aufgrund gesetzlicher Verpflichtung erworben wurden (§ 31 Abs. 5 WpÜG)
Aufsicht	<ul style="list-style-type: none"> ▪ UEK (Art. 23 Abs. 3 BEHG; bestellt durch die übergeordnete Behörde FINMA (früher EBK)) ▪ Verwaltungsratsbericht (Art. 29 Abs. 1 BEHG) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ BaFin (§ 4 WpÜG)
Stellungnahme des Managements	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Empfehlung zur Annahme/Ablehnung oder Darlegung der Vor- und Nachteile des Angebots (Art. 30 Abs. 3 UEV) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat (§27 WpÜG) ▪ Angabe, ob Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat Angebot annehmen oder nicht (§ 27 Abs. 1 Nr. 4 WpÜG)
Sanktionen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ bei Verstoß gegen Angebotspflicht: Stimmrecht kann suspendiert werden und Verbot von weiteren Zukäufen (Art. 32 Abs. 7 BEHG) und Geldbuße bis zu 10 Mio. CHF(Art. 41a BEHG) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geldbuße bis zu 1 Mio. Euro (§60 Abs. 3 WpÜG) ▪ bei Verstoß gegen Angebotspflicht: Rechte aus Aktien können nicht ausgeübt werden (§ 59 WpÜG)

Tab. 18: Vergleich der Übernahmeregelungen in der Schweiz und in Deutschland

3 Ausschluss von Minderheitsaktionären

In den folgenden Kapiteln werden zunächst zwei Ausschlussmöglichkeiten nach Schweizer Recht vorgestellt, wobei der Fokus auf der Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere im Anschluss an ein öffentliches Übernahmeangebot liegt. Daran schließt sich ein Rechtsvergleich zwischen den in der Schweiz und in Deutschland möglichen Squeeze-out-Varianten an.

3.1 Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere

Bei der hier betrachteten Ausschlussmöglichkeit, die faktisch eine Enteignung⁷⁵² darstellt, kann der Mehrheitsaktionär gemäß Art. 33 BEHG binnen einer Frist von drei Monaten nach Durchführung eines öffentlichen Übernahmeangebots vom Richter die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft verlangen, sofern er nach dem Angebot über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte verfügt.

Von den 124 Angeboten, die zwischen 1998 und 2008 lanciert wurden, mündeten 64 in eine Kraftloserklärung. In Abbildung 15 sind die Anzahl der lancierten Angebote sowie die Anzahl der Kraftloserklärungsverfahren im Jahresvergleich dargestellt.

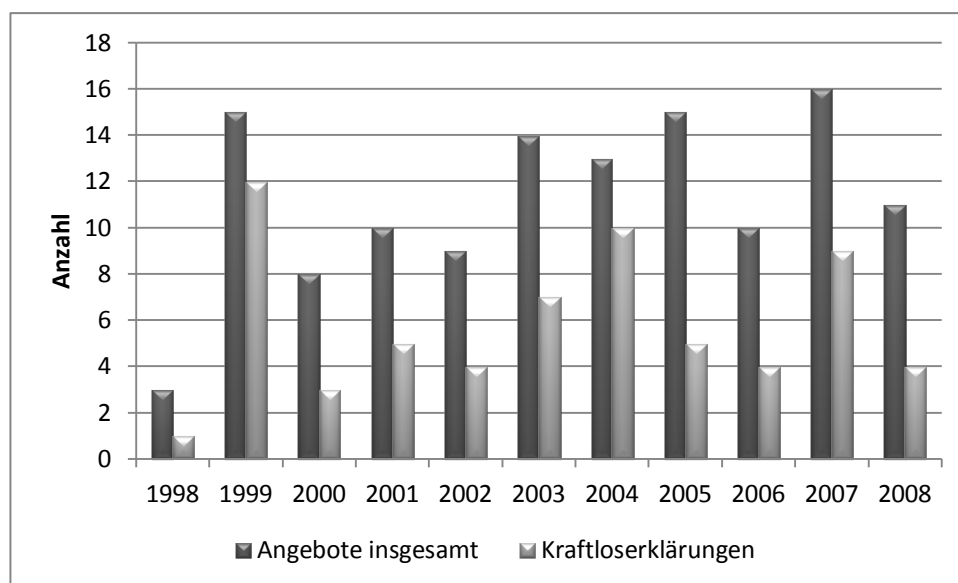


Abb. 15: Kraftloserklärungen im Jahresvergleich

⁷⁵² Vgl. SCHILTKNECHT(1999), S. 353; KÖPFLI(2000), S. 47; BÖCKLI(2004), S. 738. Gegen den Begriff der Enteignung sprechen sich VON DER CRONE(1996) sowie KÜNG/HUBER/KUSTER(1998) aus.

Die Kraftloserklärung wird auch börsenrechtlicher Squeeze-out genannt.⁷⁵³ Sie darf nicht mit der Kraftloserklärung unauffindbarer Wertpapiere nach den Art. 971f., 977, 981ff. OR verwechselt werden, welche als eine „Rechtswohltat zugunsten des Wertpapier-eigentümers“⁷⁵⁴ bezeichnet wird.

Der Initiant eines öffentlichen Übernahmeangebots muss nicht zwangsweise auch der Gesuchsteller einer Kraftloserklärung sein, sondern gemäß Art. 58 Abs. 10 BEHV ist dazu auch ein eventueller Rechtsnachfolger berechtigt.⁷⁵⁵

Um die Kraftloserklärung einzuleiten, muss der Initiant Klage gegen die Zielgesellschaft erheben⁷⁵⁶, die dann nach dem Urteil ihre Beteiligungspapiere erneut aus- und dem Mehrheitsaktionär übergibt. Der Mehrheitsaktionär hat im Gegenzug den Angebotspreis des vorangegangenen Übernahmeangebots oder die bei diesem Angebot zum Tausch offerierten Aktien oder sonstigen Beteiligungstitel an die Eigentümer der kraftlos erklärten Beteiligungspapiere zu übergeben.

Somit ist für eine Kraftloserklärung ein vorangegangenes öffentliches Übernahmeangebot zwingend erforderlich, was bedeutet, dass das öffentliche Übernahmeangebot das Korrelat zur Kraftloserklärung darstellt.

Als das neue Börsengesetz am 1. Januar 1998 in Kraft trat, galt als Übergangsregelung nicht die Drei-Monats-Frist, sondern ein Anbieter konnte gemäß Art. 54 BEHG i.V.m. Art 33 BEHG innerhalb einer Frist von 6 Monaten, also bis zum 30. Juni 1998 die Kraftloserklärung verlangen, wenn er die 98-Prozent-Schwelle zwar innehatte, das Angebot jedoch vor dem 1. Januar 1998 unterbreitet wurde. Zulässig war es in diesem Zusammenhang auch, wenn die Beteiligungsschwelle erst durch Zukäufe, welche nach dem Angebot erfolgten, erreicht wurde. Wenn die Lancierung der Offerte allerdings weit zurückliegt, spiegelt der damals bezahlte Angebotspreis nicht den heutigen Wert wider. Aus diesem Grund musste die Abfindung nach der Übergangsregelung von der Revisionsstelle berechnet werden.⁷⁵⁷ Das Gesetz äußert sich jedoch nicht darüber, ob die Art des Preises die gleiche sein musste, d.h. ob beispielsweise eine Abfindung auch bar gezahlt werden durfte, wenn vor Januar 1998 ein Umtauschangebot unterbreitet wurde. Außerdem gibt es keine gesetzliche Regelung darüber,

⁷⁵³ Vgl. BETSCHART(2006), S. 90.

⁷⁵⁴ KÖPFLI(1998), S. 54.

⁷⁵⁵ Vgl. SCHÄRER/ZEITER(2003), S. 44.

⁷⁵⁶ Die Klage ist gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. b GestG beim Richter am Sitz der Zielgesellschaft einzureichen. Eine Abweichung davon ist zulässig, sofern sich die beteiligten Parteien darauf einigen, vgl. SCHÄRER/ZEITER(2003), S. 47.

⁷⁵⁷ Vgl. Art. 54 Abs. 2 BEHG.

ob der Preis dem wirklichen Wert der Aktien entsprechen muss, oder ob ein Abschlag für die verbleibende Minderheit gerechtfertigt ist.

Insgesamt machten 26 Unternehmen von der Übergangsregelung Gebrauch.⁷⁵⁸ Die Ankündigung der Kraftloserklärungen erfolgte zwischen dem 10. Februar 1998 und dem 31. März 1999. Die dazugehörigen Klagen wurden zwischen dem 22. Januar 1998 und dem 20. November 1998 eingereicht. Nach dem Gesetzeswortlaut war das Fristende der 30. Juni 1998, doch nach der Praxis der Gerichte musste bis zu diesem Tag nur das entsprechende Sühnebegehren, nicht aber die Klage selbst eingereicht werden.⁷⁵⁹

Bei 12 Veröffentlichungen wurden Angaben zum Abfindungspreis in den gesetzlich vorgeschriebenen Veröffentlichungen gemacht. Alle diese kraftloserklärten Aktien wurden in bar abgegolten. Bei acht weiteren Gesellschaften wurde zusätzlich eine Veröffentlichung von Seiten der Gesellschaft in der Neuen Zürcher Zeitung publiziert, die neben dem Zahltag auch die Höhe der Abfindung enthielt. Einzig bei der Kraftloserklärung der Aktien der Winterthur Schweizerische Versicherungs-Gesellschaft kommt es zu einem Aktientausch.

Bei 15 der 26 Fälle konnten Informationen zum vorangegangenen Angebot gefunden werden. Von diesen wurden drei Angebote 1994, weitere drei Angebote 1995, fünf Angebote 1996 und vier Angebote 1997 unterbreitet. Bei sechs Angeboten werden die Aktien gegen Zahlung des damaligen Angebotspreises kraftlos erklärt, was vom Gesetzgeber nicht so intendiert war.⁷⁶⁰ Der Angebotspreis bei weiteren sechs Angeboten ist nicht mit der Abfindung bei der Kraftloserklärung vergleichbar, da es sich bei den vorangegangenen Angeboten um Tauschangebote handelte. Im Fall der Fuchs Petrolub AG wurde im Angebotsprospekt der Wert des Tauschangebots mit 510 CHF angegeben, während der Abfindungspreis bei der Kraftloserklärung bei lediglich 320,50 CHF liegt. Im Gegensatz dazu liegt bei zwei Angeboten die bei der Kraftloserklärung gezahlte Abfindung über dem damaligen Angebotspreis.

Für die Angebote, die nach dem 1. Januar 1998 unterbreitet werden, sind bei der Berechnung der Beteiligungsschwelle, die die Kraftloserklärung auslöst, die Stimmrechte laut Handels-

⁷⁵⁸ Diese Fälle wurden dem Schweizerischen Handelsamtsblatt entnommen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass es weitere Fälle gibt, da es im Ermessensspielraum des Richters liegt, die Ankündigung zur Kraftloserklärung auch anderweitig zu veröffentlichen. Die Übersicht über die einzelnen Gesellschaften findet sich im Anhang, S. 319.

⁷⁵⁹ Vgl. Veröffentlichung der Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere im Fall Elvia Schweizerische Versicherungsgesellschaft Zürich gegen Deggo AG vom 14.12.1998 im SHAB.

⁷⁶⁰ Wie bereits erläutert, sollte nicht der Angebotspreis des unter Umständen Jahre zurückliegenden Angebots nur übernommen werden, sondern die Abfindung sollte durch die Revisionsstelle bestimmt werden.

registereintrag zugrunde zu legen.⁷⁶¹ Aktien, die aus dem ordentlichen, genehmigten oder bedingten Kapital entstehen können, werden nicht hinzugerechnet, sofern die Handelsregistereintragung nach Ausgabe dieser Aktien noch nicht erfolgt ist. Neben den Stimmrechten, die der Anbieter selbst innehat, sind ihm auch noch diejenigen zuzurechnen, die er in gemeinsamer Absprache mit Dritten hält, sowie die Stimmrechte, die ruhen.⁷⁶² Sollte er jedoch die Absprache mit Dritten nur zum Zweck des Erreichens der 98-Prozent-Schwelle eingegangen sein, so ist eine daraus folgende Kraftloserklärung nicht zulässig.⁷⁶³ Allerdings dürfte sich dieser Nachweis als äußerst schwierig gestalten.

Zuzurechnen sind dem Anbieter weiter die eigenen Aktien, welche die Zielgesellschaft selbst hält, denn gemäß Art. 659a OR ruhen die Stimmrechte eigener Aktien.⁷⁶⁴ Eine andere Ansicht vertritt KUNZ(1999), der dadurch den Minderheitenschutz als gefährdet betrachtet.⁷⁶⁵

Nicht ausübbar ist auch das Stimmrecht von Dispoaktien⁷⁶⁶, weshalb auch diese dem Anbieter bei der Berechnung der Schwelle von 98 Prozent zuzurechnen sind.

Folgt man dem Wortlaut des Gesetzestextes, so muss der um die Kraftloserklärung ersuchende Kläger 98 Prozent der im Handelsregister eingetragenen Stimmen plus eine Stimme halten, denn Art. 33 Abs. 1 BEHG verlangt, dass er über *mehr* als 98 Prozent der Stimmrechte verfügt. Hat eine Gesellschaft mehrere Kategorien von Aktien ausgegeben, so muss der Anbieter mehr als 98 Prozent der gesamten Stimmrechte besitzen und diese Schwelle nicht bei jeder einzelnen Kategorie überschreiten.⁷⁶⁷ Nach Ansicht der Übernahmekommission ist es der Auslegung des zuständigen Richters zu überlassen, ob die Regelungen betreffend die Kraftloserklärung auch für Partizipationsscheine oder Genussscheine Anwendung finden.⁷⁶⁸ Die Lehre orientiert sich am genauen Wortlaut des Gesetzes und ist der Ansicht, dass nur auf das Stimmrecht und nicht auf den Anteil an Partizipations- oder Genussscheinen abzustellen ist.⁷⁶⁹

Auf der anderen Seite wird das Abstellen auf Stimmrechte und die fehlende Berücksichtigung des Aktienkapitals bei der Schwellenberechnung als Verwässerung des Aktionärsschutzes angesehen.⁷⁷⁰

⁷⁶¹ Vgl. Art. 32 Abs. 1 BEHV-FINMA.

⁷⁶² Vgl. Art. 54 BEHV.

⁷⁶³ Vgl. SCHÄRER/ZEITER(2003), S. 42

⁷⁶⁴ Vgl. UEK (1997).

⁷⁶⁵ Vgl. KUNZ(1999), S. 186.

⁷⁶⁶ Vgl. Art. 685d OR.

⁷⁶⁷ Vgl. UEK (1997).

⁷⁶⁸ Vgl. UEK (1997).

⁷⁶⁹ Vgl. stellvertretend KOHLIK(2003), S. 531.

⁷⁷⁰ Vgl. KOHLIK(2003), S. 532.

Zu welchem Zeitpunkt die Schwelle von 98 Prozent der Stimmrechte genau zu erreichen ist, um eine Kraftloserklärung durchzuführen, ist in der Literatur umstritten. Einige Autoren verlangen eine strenge Auslegung des Gesetzeswortlauts. Sie sind der Meinung, dass der Anbieter bei Ablauf der Angebotsfrist über die verlangte Schwelle kommen muss, und dass Beteiligungspapiere, die erst nach dem öffentlichen Übernahmeangebot, aber vor Ablauf der Drei-Monats-Frist erworben wurden, nicht mehr dazugerechnet werden dürfen.⁷⁷¹

Eine andere Meinung vertritt die Übernahmekommission, die es als Aufgabe des Richters sieht, zu entscheiden, ob es im konkreten Fall zulässig ist, Beteiligungspapiere nach Ablauf der Angebotsfrist für die Erreichung der notwendigen Schwelle einzusammeln. Sie argumentiert dabei, dass es einen nicht vertretbaren Aufwand für den Anbieter bedeuten würde, wenn er ein erneutes Angebot lancieren müsste, das nur zum Zweck der Kraftloserklärung dient.⁷⁷²

Das Obergericht des Kantons Zug hat entschieden, dass sogar die Zukäufe, die nach der Einleitung des Kraftloserklärungsverfahrens getätigt wurden, dem Grenzwert zugerechnet werden dürfen. Denn es sei nach Ansicht des Gerichts entscheidend, dass die 98 Prozent-Schwelle zum Zeitpunkt der Urteilsfällung erreicht ist.⁷⁷³

Wenn ein Anbieter erst nach Ablauf der Nachfrist durch weitere Zukäufe auf einen Stimmrechtsanteil von mehr als 98 Prozent kommt, ist es zwar nicht wünschenswert, aber rechtlich durchaus zulässig, dass er ein weiteres Angebot mit einem niedrigeren Preis lanciert, welchen dann bei der anschließenden Kraftloserklärung auch die verbliebenen Aktionäre erhalten. In der Literatur wird zwar darauf hingewiesen, dass es als problematisch anzusehen ist, eine angemessene Entschädigung zu erhalten, wenn der Anbieter bereits vor dem Angebot über eine Mehrheitsbeteiligung verfügt, und die Aktien der Zielgesellschaft darüber hinaus in einem illiquiden Markt gehandelt werden.⁷⁷⁴ Es fehlt allerdings eine gesetzliche Regelung, die die verbliebenen Aktionäre hierbei vor einer allzu beliebigen Preisfestsetzung schützt. Denn auch die Mindestpreisbestimmungen greifen in diesen Fällen nicht. In diesem Zusammenhang wird zwar darauf hingewiesen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sich in diesen Fällen an einer Fairness Opinion orientiert, was vor einer allzu willkürlichen Preisfestlegung schützt.⁷⁷⁵ Allerdings zeigt die Bewertungspraxis, dass der Ersteller eine gewisse Willkür an

⁷⁷¹ Vgl. WEY(2002), S. 203, BERNET(1998), S. 244, KUNZ(1999), S. 187.

⁷⁷² Vgl. UEK(1997). Ebenso: KOHLIK(2005), S. 219, GOTSCHEV/STAUB(2006), S. 274f., NUSS-BAUMER(2007), S. 370, SCHENKER(2009), S. 401.

⁷⁷³ Vgl. FREHNER/DUBS(2012), S. 137ff.

⁷⁷⁴ Vgl. KOHLIK(2005), S. 224.

⁷⁷⁵ Vgl. TSCHÄNI(2010)S. 75 FN 165.

den Tag legen kann⁷⁷⁶ und bei einem für den Auftraggeber nicht zufrieden stellenden Ergebnis fürchten muss, für weitere Dienste nicht mehr in Frage zu kommen. SCHENKER(2009) vertritt die Ansicht, dass der Richter über die Angemessenheit des Preises entscheiden sollte, sofern der Anbieter im Zeitpunkt der Lancierung des Angebots bereits über die erforderlichen 98 Prozent der Stimmrechte verfügt. Er begründet dies damit, dass der Anbieter bei seinem Angebot nicht darauf angewiesen ist, dass dieses auch von den Aktionären angenommen und damit als angemessen angesehen wird, und damit der vom Gesetzgeber geforderte „Tatbeweis“ der Angemessenheit fehlt.⁷⁷⁷

Auch die Möglichkeit der Parteistellung vor der Übernahmekommission, die mit mindestens 3 Prozent der Stimmrechte klar festgelegt ist, scheidet bei einer derartigen Konstellation von vorneherein aus. Die verbliebenen Aktionäre haben somit keine Handhabe, gegen ein Angebot vorzugehen, welches zu einem Preis unterbreitet wird, der nicht den wahren Wert der Anteilscheine widerspiegelt. Beim 2009 für die Canon Schweiz AG lancierte Angebot war eine Parteistellung damit von vorneherein ausgeschlossen, da die Anbieterin bei Unterbreitung des Angebots bereits über 98,1 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügte.⁷⁷⁸ Dieser Fall zeigt, dass die Drei-Prozent-Grenze für die Beitrittsmöglichkeit einen nicht hinnehmbaren Eingriff in die Rechte der Minderheitsaktionäre darstellt, die sich in derartigen Fällen nicht gegen einen zu gering bemessenen Angebotspreis zur Wehr setzen können, der dann auch im späteren Kraftloserklärungsverfahren gezahlt wird.

Aus vorgenannten Gründen ist der Ansicht der Übernahmekommission beizupflichten, dass es einem Anbieter erlaubt sein sollte, eine Klage auf Kraftloserklärung einzureichen, sofern er in der entsprechenden Frist von drei Monaten den notwendigen Stimmrechtsanteil erst durch weitere Zukäufe erreicht.⁷⁷⁹

Von den 64 zwischen 1998 und 2008 lancierten Angeboten, die zu einer Kraftloserklärung führten, hatte in fünf Fällen der Anbieter nach Ablauf der Nachfrist nicht die notwendigen 98 Prozent der Stimmrechte, sondern einen Stimmrechtsanteil zwischen 95,40 Prozent und 97,47 Prozent.⁷⁸⁰

Ein weiterer Punkt, der die Lehre spaltet, betrifft die Frage, ob die Aktien im Zeitpunkt der Einreichung der Klage noch kotiert sein müssen. Der Großteil der herrschenden Lehre vertritt

⁷⁷⁶ Vgl. Kapitel 2.1.3.7.

⁷⁷⁷ Vgl. SCHENKER(2009), S. 404f.

⁷⁷⁸ Vgl. Verfügung 427/01 Canon (Schweiz) AG vom 29. September 2009, Erw. 7 [19] f.

⁷⁷⁹ Sofern dabei ein Preis gezahlt wird, der über dem Angebotspreis liegt, greift die Best Price Rule.

⁷⁸⁰ Eisenbahngesellschaft Brig-Visp Zermatt (1999): 97,47%; Leica Geosystems Holdings AG (2005): 97,15%; Berner Allgemeine Versicherungs-Gesellschaft (2001): 96,70%; Converium AG (2007): 96,32%; SEZ (2008): 95,40%.

die Meinung, dass die Aktien im Zeitpunkt der Klageeinreichung nicht mehr kotiert sein müssen.⁷⁸¹ Auf Grund der Kosten, welche mit einer Börsenkotierung in Verbindung stehen, ist es demnach nicht sinnvoll, die Aufrechterhaltung der Kotierung für die Kraftloserklärung zu fordern.⁷⁸² KUNZ(1999) dagegen argumentiert, dass nach einer Dekotierung eine Publikums-AG in eine Privat-AG umgewandelt wird, und für diese das Börsengesetz keine Anwendung findet. Nach seiner Meinung ist die Kraftloserklärung nur zulässig, wenn die Aktionäre durch den Börsenhandel jederzeit durch die Veräußerung der Beteiligungspapiere von ihrem Exit-Recht Gebrauch machen können.⁷⁸³

Es ist jedoch fraglich, ob eine Kotierung nach Erreichen einer Beteiligungsschwelle von 98 Prozent überhaupt noch möglich ist. Das Kotierungsreglement der Schweizer Börse nämlich verlangt für die Aufrechterhaltung in Art. 17 KR eine ausreichende Streuung der Beteiligungspapiere, und es darf doch bezweifelt werden, dass die Schweizer Börse daraufhin bei einem derart geringen Free Float an der Kotierung festhält.

Nach Ansicht der Übernahmekommission ist eine Dekotierung ebenso kein Hindernisgrund für die Anwendung der Übergangsbestimmungen gemäß Art. 54 i.V.m. Art. 33 BEHG.⁷⁸⁴

Die Kraftloserklärung wurde schließlich auch für eine niemals kotierte Gesellschaft ausgesprochen. Die Clair Finanz Holding (2004) bildet allerdings hier die Ausnahme, denn sie entstand durch Abspaltung von einer börsenkotierten Unternehmung und wurde somit auch als kotiertes Unternehmen betrachtet. Ein außerbörslicher Handel wurde allerdings durch die Zürcher Kantonalbank ab dem Tag der Ausschüttung der Aktien organisiert.

In den Fällen, in denen eine Zielgesellschaft sowohl kotierte als auch nichtkotierte Beteiligungspapiere ausgegeben hat, erstreckt sich die Kraftloserklärung auch auf die nichtkotierte Titel, selbst wenn die Offerte nur für die kotierten Papiere lanciert wurde. Schwierig gestaltet sich hierbei allerdings die Preisfindung für die verschiedenen Titelkategorien.

Um die verbliebenen Aktionäre in entsprechender Weise über die Eröffnung des Kraftloserklärungsverfahrens und damit über die Beitrittsmöglichkeit in Kenntnis zu setzen, ist gemäß Art. 55 Abs. 4 BEHV eine dreimalige Veröffentlichung vorgeschrieben, die im Schweizerischen Handelsamtsblatt zu erfolgen hat. Nach Ermessen des Richters kann diese Veröffentlichung auch anderweitig geschehen. Es ist jedoch eine Veröffentlichung im SHAB

⁷⁸¹ Vgl. BERNET(1998), S. 246; SCHÄRER/ZEITER(2003), S. 40; KOHLIK(2005), S. 277; GOTSCHEV/STAUB(2006), S. 272.

⁷⁸² Vgl. WEY(2002), S. 203;

⁷⁸³ Vgl. KUNZ(1999), S. 187f..

⁷⁸⁴ Vgl. UEK(1997).

vorzuziehen, um eine landesweite Bekanntmachung sicherzustellen. In einzelnen Fällen erfolgt die Publikation der Kraftloserklärung auch zusätzlich in der Neuen Zürcher Zeitung. Doch weder im SHAB noch in der NZZ sind alle der im Verlauf der Kraftloserklärung vorgeschriebenen Publikationen zu finden. NOBEL(1998a) interpretiert Art. 55 BEHV dahingehend, dass zusätzlich zur Veröffentlichung im SHAB die Kraftloserklärung auch anderweitig veröffentlicht werden kann.⁷⁸⁵ Dieser Ansicht ist zuzustimmen, denn einem Anleger, der sich nach der Anlageempfehlung des CAPM richtet und ein gut diversifiziertes Portfolio hält, kann nicht zugemutet werden, täglich jede in der Schweiz erscheinende Zeitung bzw. jedes Amtsblatt durchzublättern, wenn er nicht Gefahr laufen will, die Beitrittsmöglichkeit für das Kraftloserklärungsverfahren zu verpassen.

Mit der Veröffentlichung werden die verbliebenen Aktionäre darüber unterrichtet, dass sie sich innerhalb einer bestimmten Frist am Verfahren beteiligen können. Diese Frist ist vom Richter festzusetzen und beträgt mindestens drei Monate.⁷⁸⁶ In welchem Abstand diese drei völlig identischen Veröffentlichungen publiziert werden, ist gesetzlich nicht geregelt. Bei zwei Drittel der Publikationen wurde ein monatlicher Rhythmus gewählt, bei den übrigen erfolgten die Publikationen entweder im 14-tägigen Rhythmus, wöchentlich oder innerhalb weniger Tage. Im Anschluss an das Kraftloserklärungsverfahren wird das Urteil mittels der sogenannten „einmaligen Veröffentlichung“ bekannt gegeben.

Wäre es möglich, die Kraftloserklärung zwar mit gewissen Anstrengungen, aber dennoch erfolgreich durch einen Beitritt zu stoppen, dann könnte dies „bei bestimmten Minderheitsaktionären eine gewisse querulatorische Energie“⁷⁸⁷ auslösen. Dies soll verhindert werden, indem der beitretende Aktionär sich eines enormen Kostenrisikos ausgesetzt sieht, da sich der Streitwert nach dem gesamten Wert der ausstehenden Aktien unter Zugrundelegung des Angebotspreises bemisst. In der Regel unterstützt die beklagte Zielgesellschaft die Anträge des Klägers, da sie bereits von diesem beherrscht wird. Somit stimmen die Anträge des beitretenden Aktionärs nicht mit denen der beiden Hauptparteien überein. Verliert der Aktionär den Prozess, so kann ihm der Richter die Prozesskosten auferlegen und ihn unter Umständen zusätzlich zu einer Parteienentschädigung verurteilen.⁷⁸⁸ In neun Urteilsbekanntmachungen finden sich Hinweise auf die zu zahlenden Gerichtskosten. Diese bewegen sich

⁷⁸⁵ Vgl. NOBEL(1998a), S. 164.

⁷⁸⁶ Vgl. Art. 55 Abs. 1 BEHV.

⁷⁸⁷ KUNZ(1999), S. 190.

⁷⁸⁸ Vgl. KUNZ(1999), S. 191.

zwischen 5.000 und 110.000 Schweizer Franken.⁷⁸⁹ Im Fall der Saurer AG (2007) lag die Parteientschädigung bei 107.600 Schweizer Franken. Dies zeigt, dass bei einem derartigen Verfahren in Abhängigkeit des Streitwerts mehr als 200.000 Schweizer Franken an Kosten auf den beitretenden Aktionär zukommen könnten.

Ein Beitritt zum Verfahren, um direkt gegen eine zu geringe Abfindung anzugehen, ist nicht möglich, da die Höhe der Abfindung bereits in Art. 33 Abs. 1 BEHG eindeutig geregelt ist. Bei den ersten Kraftloserklärungsklagen gab es auch kantonale Unterschiede über diese Sichtweise. So befand das Handelsgericht des Kantons Zürich, dass das Thema Abfindung nicht Bestandteil des Verfahrens sein könne, wohingegen das Kantonsgericht St. Gallen eine andere Ansicht vertrat.⁷⁹⁰ Strittig ist, ob eine analoge Anwendung der Überprüfungsklage, die das Fusionsgesetz kennt, hier anwendbar ist. GOTSCHEV/STAUB(2006) verweisen auf die im internationalen Vergleich strengen Richtlinien und lehnen eine Überprüfung der Abfindung im Rahmen der Kraftloserklärung ab.⁷⁹¹

Sofern neben dem Anbieter und der Zielgesellschaft kein weiterer Nebenintervenient⁷⁹² auftritt, wird die Kraftloserklärung durch den Richter ohne weitere Prüfung bewilligt⁷⁹³ und im Schweizerischen Handelsamtsblatt bzw. auf Geheiß des Richters auch anderweitig veröffentlicht.⁷⁹⁴

Gegen die Kraftloserklärung kann ein Aktionär nur Rechtsmittel einlegen, wenn er sich am Verfahren beteiligt hat. Ihm bleibt dann die Möglichkeit einer Berufung ans Bundesgericht oder eine Nichtigkeitsbeschwerde ans kantonale Kassationsgericht.⁷⁹⁵

Kann ein Aktionär glaubhaft machen, dass er vom Verfahren der Kraftloserklärung nicht in Kenntnis gesetzt wurde, besteht für ihn die Möglichkeit, Revision einzulegen. In Anbetracht der in einigen Fällen unzureichenden Publizitätspraxis scheint dies nicht ausgeschlossen.

Verzichten beide Parteien, - inklusive beitretende Aktionäre - nach dem Urteil auf Appellation, so ist das Urteil damit rechtskräftig.

⁷⁸⁹ Gerichtskosten in Höhe von 5.000 CHF fielen im Fall der Atel AG (2007) an, 110.000CHF im Fall der Saurer AG (2007).

⁷⁹⁰ Vgl. IFFLAND(1999), S. 149.

⁷⁹¹ Vgl. GOTSCHEV/STAUB(2006), S. 275, BERNET(1998), S. 249. Eine andere Sichtweise vertritt KOHLIK(2005), S. 210f. und 223 ff.

⁷⁹² Es ist umstritten, ob der beitretende Aktionär als Nebenintervenient oder als Intervenient anzusehen ist. Ein Großteil der Lehre sieht den Beitretenden als Nebenintervenient, Vgl. SCHILTKNECHT(1999), S. 358, SCHÄRER/ZEITER(2003), S. 45. Anderer Meinung ist BERNET(1999): Seiner Ansicht nach ist der beitretende Aktionär als Intervenient und nicht als Nebenintervenient zu sehen. Als Nebenintervenient dürfte er sich nicht den Anträgen der Zielgesellschaft widersetzen, wobei diese regelmäßig im Sinne des die Klage einreichenden Mehrheitsaktionärs handelt. Wenn sich der beitretende Aktionär also dem Willen des Klägers anschließen müsste, wäre der Beitritt sinnlos. Vgl. BERNET(1998), S. 248f.

⁷⁹³ Vgl. BERNET(1998), S. 249, KUNZ(1999), S. 191.

⁷⁹⁴ Vgl. Art. 55 Abs. 4 BEHV.

⁷⁹⁵ Dies gilt zumindest im Kanton Zürich. Vgl. KÖPFLI(1998), S. 64 und Art. 5 Abs. 1 lit. a ZPO.

Bei den hier betrachteten 64 Kraftloserklärungsverfahren gibt es nur bei zwei Verfahren Hinweise auf einen Beitritt. Allerdings endeten auch diese Verfahren in der Kraftloserklärung der jeweiligen Titel.⁷⁹⁶

NOBEL(1998) hat den Vorschlag erwogen, das Verfahren der Kraftloserklärung in zwei Teile zu trennen. Ein Verfahren solle sich mit der Kraftloserklärung befassen und das zweite Verfahren mit der Festlegung des angemessenen Preises. Er verwirft diese Idee mit der Argumentation, dass die „verbleibenden Aktionäre aber oft solche sind, die Schwierigkeiten zu machen gedenken“⁷⁹⁷, und dass im Sinne der Gleichbehandlung ein einziges Verfahren vorzuziehen ist.

KUNZ(1999) bezeichnet die Möglichkeit der Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG als „Instrumentarium des Mehrheitenschutzes“⁷⁹⁸. Er führt jedoch weiter an, dass ein vorangegangenes öffentliches Übernahmeangebot dazu dient, dieses Problem abzuschwächen und die Interessen der Minderheitsaktionäre einzubeziehen. Dies soll vor allem durch die Revisionsstelle sowie durch den Bericht des Verwaltungsrats geschehen.⁷⁹⁹ Ob dies allerdings genügt, um dem Minderheitenschutz in angemessener Weise gerecht zu werden, darf bezweifelt werden. Das Gesetz verlangt in Art. 717 Abs. 2 OR, dass der Verwaltungsrat unter gleichen Voraussetzungen alle Aktionäre gleichbehandelt. Das bedeutet, dass eine Ungleichbehandlung rechtens ist, wenn eine unterschiedliche Behandlung von Aktionären nicht unsachlich ist, sondern ein angemessenes Mittel zur Erreichung eines gerechtfertigten Zweckes darstellt.⁸⁰⁰

GOTSCHEV/STAUB(2006) gehen sogar noch weiter und konstatieren, „dass die Kraftloserklärungsklage ein Instrumentarium des Mehrheitenschutzes ist, weshalb der Schutz der Kleinaktionäre bei der Auslegung nicht überbetont werden darf“.⁸⁰¹

Trotz der Tatsache, dass es sich bei der Kraftloserklärung um eine Form der Enteignung handelt, im Zuge derer sich die Minderheitsaktionäre gegen einen nicht angemessenen Preis nur schwer zur Wehr setzen können, wird dieses Instrument, sich nicht nur die Herrschaft über 100 Prozent der Stimmrechte, sondern auch über 100 Prozent des Kapitals zu

⁷⁹⁶ Im Fall der Netstal Maschinen AG (2002) kam es zum Beitritt durch die Mannesmann Plastics Machinery GmbH. Bei der Hero AG (2003) ist Ruth Bovay-Rohr beigetreten. Ob es auch bei den übrigen Verfahren zu Beitritten gekommen ist, kann wegen der fehlenden rechtlichen Publizitätsvorschriften nicht bestimmt werden.

⁷⁹⁷ NOBEL(1998), S. 39.

⁷⁹⁸ KUNZ(1999), S. 183.

⁷⁹⁹ Vgl. KUNZ(1999), S. 185.

⁸⁰⁰ Dies wurde auch durch ein Gerichtsurteil bestätigt: BGE 95 II 157.

⁸⁰¹ GOTSCHEV/STAUB(2006), S. 274.

verschaffen, in der Lehre von den meisten Autoren befürwortet.⁸⁰² INDERBITZIN(1993) geht so weit und bezeichnet dieses Instrumentarium als „gesamtwirtschaftlich wünschenswert“⁸⁰³, da nach seiner Ansicht der Preis eines Angebots in jedem Fall fair ist, wenn damit die Schwelle von 98 Prozent der Stimmrechte erreicht wird. Wenn allerdings wie im Fall der Canon Schweiz AG aus dem Jahr 2009 die Anbieterin schon vor der Lancierung des Angebots über 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, fällt diese Argumentation dahin.

In früheren Jahren ging man dagegen davon aus, dass es sich sehr gut mit einer Minderheit im Unternehmen leben lässt, und dass der vollständige Ausschluss dieser Aktionäre mehr Kosten als Nutzen bringt.⁸⁰⁴

Bemängelt wird von einigen Autoren, dass die Schwelle von 98 Prozent als zu hoch angesetzt ist.⁸⁰⁵ Eine derart hohe Schwelle sei wohlfahrtsökonomisch nicht förderlich, da hierdurch ökonomisch nützliche Übernahmen unterblieben und dadurch dem schweizerischen Unternehmenskontrollmarkt geschadet werde.⁸⁰⁶

Diese Ansicht kann hier nicht geteilt werden, denn durch das Instrumentarium des Squeeze-out Mergers hat ein Anbieter die Möglichkeit, unliebsame Minderheiten bereits bei einer Schwelle von 90 Prozent der Stimmrechte loszuwerden. Der hohe Schwellenwert von 98 Prozent zwingt dem Anbieter nach Ansicht von RAMPINI/REITER(2007) ein für die Angebotsadressaten attraktives Angebot abzugeben, sofern er diesen Schwellenwert erreichen möchte.⁸⁰⁷ Allerdings trifft dies nur auf diejenigen Angebote zu, bei denen der Anbieter nicht schon vor Unterbreitung der Offerte über 98 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügt.

Im Sinne des Minderheitenschutzes wäre es wünschenswert, wenn als Voraussetzung für die Eröffnung eines Kraftloserklärungsverfahrens das vorangegangene Übernahmeangebot von mindestens 98 Prozent der vom Angebot erfassten Aktien, die sich im Publikum befinden, angenommen werden müsste. Von den zwischen 1998 bis 2008 lancierten Angeboten trifft dies auf nur 17 Angebote zu. Wenn wie in Deutschland beim übernahmerechtlichen Squeeze-out⁸⁰⁸ als Voraussetzung für den Ausschluss eine qualifizierte Mehrheit von 90 Prozent das

⁸⁰² Vgl. BERNET(1998), S. 241 f., UEK (1997), KÖPFLI(1998), S. 58.

⁸⁰³ INDERBITZIN(1993), S. 202.

⁸⁰⁴ Vgl. INDERBITZIN(1993), S. 68.

⁸⁰⁵ Vgl. BERNET(1998), S. 250.

⁸⁰⁶ Vgl. GOTSCHKEV/STAUB (2006), S. 273.

⁸⁰⁷ Vgl. RAMPINI/REITER(2007), S. 633.

⁸⁰⁸ Vgl. Kapitel 3.3.1.2.

Angebot annehmen müsste, dann hätte im Zeitraum von 1998 bis 2008 bei insgesamt 44 Angeboten eine derartige Ausschlussmöglichkeit ergeben.

Hat ein Anbieter im Zuge eines öffentlichen Übernahmeangebots 98 Prozent der Stimmrechte eingesammelt, so ist er nicht verpflichtet, die Kraftloserklärung durchzuführen. Im Fall der TAG Heuer International SA (1999) verfügte der Anbieter nach Abschluss des Angebots über 98,44 Prozent der Stimmrechte. Weder im SHAB noch in der Neuen Zürcher Zeitung findet sich ein Hinweis auf ein Kraftloserklärungsverfahren bei dieser Gesellschaft. Allerdings kann eine Kraftloserklärung aufgrund der Möglichkeit, diese auch anderweitig zu veröffentlichen, nicht ausgeschlossen werden. In allen anderen Fällen, in denen der Anbieter nach Abschluss des Angebots über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte verfügte, wurde eine Kraftloserklärung durchgeführt.

Ein Problem, welches sich bei der Entschädigung für die Minderheitsaktionäre bei der Kraftloserklärung ergibt, liegt in der langen Zeitspanne zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung. Das Gesetz sieht die gleiche *nominale* Entschädigung vor, wie auch schon unter dem Übernahmeangebot.⁸⁰⁹ Werden nach Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots aber noch vor der Kraftloserklärung Dividenden an die Aktionäre ausbezahlt, ist der Anbieter dazu verpflichtet, aufgrund der Best price Rule den Angebotspreis für diejenigen Aktionäre, die bereits das Angebot angenommen haben, um die Dividende zu erhöhen.⁸¹⁰

Die Aktionäre, die ihre Aktien nicht unter dem Angebot angedient haben und zur Abgabe ihrer Aktien bei der Kraftloserklärung gezwungen werden, erhalten zwar den gleichen Preis wie die Aktionäre, die bereits beim Angebot ihre Aktien andienten. Doch aufgrund der zeitlichen Differenz müsste dieser Preis entsprechend aufgezinst werden, um ihn gleichnamig zu machen. Doch diese Verzinsung sieht das schweizerische Recht nicht vor. Sollte sich also schon nach Ablauf der ordentlichen Angebotsfrist abzeichnen, dass eine Kraftloserklärung bevorsteht, so besteht in der Nachfrist ein erheblicher Andienungsdruck für die Aktionäre. Dies lässt sich damit begründen, dass die Abfindung bei der anschließenden Kraftloserklärung exakt dem Angebotspreis entspricht, und die Auszahlung bei der Kraftloserklärung erst viel später stattfindet. Dies bedeutet, dass die Aktionäre in dieser Zeit ihr Kapital unverzinst gebunden hätten.

⁸⁰⁹ Vgl. Art. 33 Abs. 2 BEHG.

⁸¹⁰ Vgl. RAMPINI/REITER(2007), S. 639.

Aufgrund einer fehlenden Publizitätsvorschrift kann nur für 21 der 64 Verfahren der exakte Vollzugszeitpunkt der Kraftloserklärung bestimmt werden. Der Forderung von KÜNG/HUBER/KUSTER(1998), dass die betroffenen Aktionäre nach der Rechtskraft des Urteils mittels Zeitungsinserat und Publikation im SHAB über den Vollzug der Kraftloserklärung informiert werden sollten, wird demnach nur von einem geringen Teil der Anbieter gefolgt.⁸¹¹ In Tabelle 19 sind die Gesellschaften enthalten, für die das Vollzugsdatum der Kraftloserklärung in der Neuen Zürcher Zeitung oder im SHAB publiziert wurde.

Jahr	Gesellschaft	Tage zwischen Vollzug Angebot und Vollzug Kraftloserklärung	Jahr	Gesellschaft	Tage zwischen Vollzug Angebot und Vollzug Kraftloserklärung
1998	Zürich Versicherung	203	2006	Amazys Holding	211
1999	ABB	149	2006	Berna Biotech	208
1999	Banca del Gottardo	289	2007	Atel	169
1999	Brauerei Haldengut	358	2007	Converium	303
1999	Calanda Bräu	347	2007	Gétaz Romang	216
1999	Danzas	292	2007	Henniez	211
1999	Stratec Holding	209	2007	Saurer	278
1999	Usego Hofer Curti	323	2007	SIG	180
2000	Bucherer	202	2007	Unilabs	183
2001	Selecta	202	2008	Micro Value	214
2003	Zellweger Luwa	205			

Tab. 19: Anzahl der Tage zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung

Es wird deutlich, dass zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung im günstigsten Fall ungefähr fünf Monate (149 Tage) vergehen, im ungünstigsten Fall jedoch beinahe ein ganzes Jahr (358 Tage). Der Durchschnitt liegt bei 236 Tagen mit einem Median von 211 Tagen.

Für die übrigen Angebote kann zwar aufgrund unzureichender Publizitätsvorschriften der Vollzugstag nicht exakt bestimmt werden, aber anhand des Datums der einmaligen Veröffentlichung, mit der das Urteil des Gerichts bezüglich der Kraftloserklärung bekannt gegeben wird, kann auf den Vollzug geschlossen werden. Bei den 21 Gesellschaften, bei denen das Vollzugsdatum bekannt ist, liegt dieses durchschnittlich 23 Tage nach dem Datum der Publikation der einmaligen Veröffentlichung.

Von den 64 Zielgesellschaften, deren Aktien kraftlos erklärt wurden, kann für 56 Gesellschaften das Datum der einmaligen Veröffentlichung des Urteils der Kraftloserklärung bestimmt werden. In Abbildung 16 sind die Anzahl der Tage zwischen Vollzug des Angebots

⁸¹¹ Vgl. KÜNG/HUBER/KUSTER(1998), S. 387.

und Bekanntmachung des Urteils der Kraftloserklärung im Zeitablauf dargestellt. Dabei wurden die betroffenen Gesellschaften in aufsteigender Reihenfolge im Hinblick auf das Datum der einmaligen Veröffentlichung angeordnet.

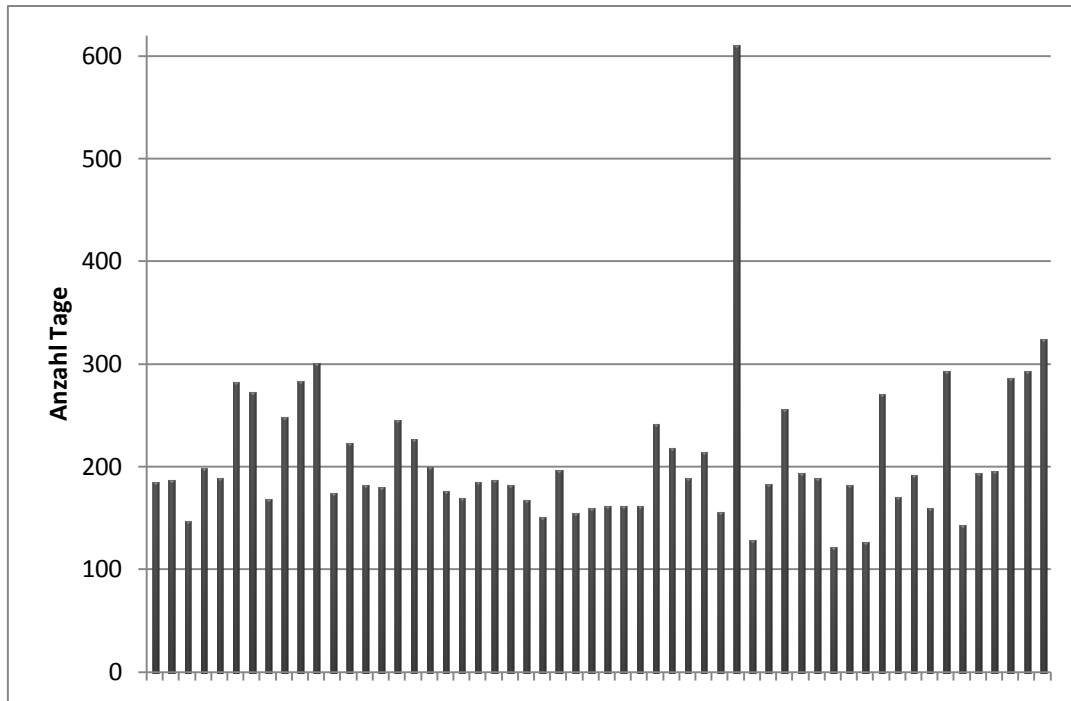


Abb. 16: Anzahl der Tage zwischen dem Vollzug des Angebots und der Veröffentlichung des Urteils der Kraftloserklärung⁸¹²

Das Datum der einmaligen Veröffentlichung liegt im Durchschnitt 208 Tage nach dem Datum des Vollzugs des Angebots, mit einem Median von 189 Tagen. Die Mövenpick Holding AG (2007) weist mit 121 Tagen zwischen Vollzug des Angebots und einmaliger Veröffentlichung das kürzeste Verfahren, die Aletsch AG (2004) mit 611 Tagen das längste Verfahren auf. Vergleicht man die Verfahren der einzelnen Jahre miteinander, kann – wie anhand der Abbildung 16 ersichtlich - eine Verkürzung der Verfahren im Zeitablauf nicht festgestellt werden.

Rechnet man die 23 Tage, die bei 21 Gesellschaften zwischen einmaliger Veröffentlichung und Vollzug vergehen, zur durchschnittlichen Dauer von 208 Tagen dazu, kommt man auf einen Durchschnittswert von 231 Tagen, die zwischen der Zahlung des Angebotspreises und der Zahlung der Abfindung bei der Kraftloserklärung vergehen. Da bei diesen beiden Zeitpunkten den Aktionären jeweils exakt der gleiche Betrag entrichtet wird, kommt es wegen der zeitlichen Diskrepanz zu einer Benachteiligung der Aktionäre, die bis zur

⁸¹² Die Tabelle mit den einzelnen Zielgesellschaften und dazugehörigen Daten findet sich im Anhang, S. 316ff.

Kraftloserklärung zuwarten. Um die Aktionäre finanziell gleichzustellen, müsste der Angebotspreis über die Anzahl der Tage aufgezinst werden, die zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung liegen. Legt man beispielsweise den im Obligationenrecht aufgeführten Verzugszins von 5 Prozent hier zugrunde⁸¹³, dann müsste, um den Gleichbehandlungsgrundsatz zu genügen, die Abfindung der Aktionäre bei der Kraftloserklärung durchschnittlich um 3,2 Prozent⁸¹⁴ über dem Angebotspreis liegen.

Diesen Missstand vermag nur ein Gesetz zu beseitigen, welches vorsieht, dass der Angebotspreis zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung aufgezinst werden muss, um den Aktionären den aktuellen Zeitwert der Aktien zu entschädigen. Es ist nicht ersichtlich, was gegen eine Regelung sprechen würde, die die längere Kapitalbindung der bis zum Ende des Kraftlosverfahrens ausharrenden Aktionäre abgilt.

Das Problem, welches sich daraus ergibt, dass bei der Kraftloserklärung der gleiche Preis zu bezahlen ist wie bei dem vorangegangenen Kaufangebot, und die verbliebenen Aktionäre nur eingeschränkt die Möglichkeit haben, gegen eine Unterbewertung vorzugehen, könnte mit der Möglichkeit einer Überprüfungsklage, wie sie auch das Fusionsgesetz kennt, oder einem Spruchstellenverfahren nach deutschem Vorbild gelöst werden. Würde es die Rechtslage erlauben, relativ einfach eine Überprüfung des Abfindungspreises durchzusetzen, würde sich dies negativ auf die Erfolgsquote von Übernahmeangeboten auswirken.⁸¹⁵ Denn wenn bei einem Kraftloserklärungsverfahren eine höhere Abfindung zu erwarten wäre als bei einem vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebot, dann bestünde für die Aktionäre kein Anreiz mehr, ihre Aktien unter dem Angebot anzudienen, sondern die anschließende Kraftloserklärung abzuwarten, zumal eine gerichtliche Überprüfung des Angebotspreises im Zuge eines öffentlichen Übernahmeangebots nicht möglich ist.⁸¹⁶

Die Auszahlung der Entschädigung im Rahmen der Kraftloserklärung ist nicht immer unproblematisch. So besteht die Möglichkeit, dass Inhaberaktien nicht in einem Depot aufbewahrt werden, oder dass Namenaktionäre, die ihre Aktien zuhause verwahren, einen Umzug der Gesellschaft nicht gemeldet haben. In diesen Fällen können die Inhaber der Beteiligungspapiere nicht von der Gesellschaft kontaktiert werden. Es ist nun durchaus

⁸¹³ Vgl. Art. 104 OR.

⁸¹⁴ Bei Zugrundelegung eines Zinses von 5% p.a. liegt der Zins für 231 Tage bei 3,2%.

⁸¹⁵ Die gilt vor allem für Angebote, deren Preise zwar wenig attraktiv sind, aber bei denen entweder wegen der drohenden Dekotierung oder der sich abzeichnenden Kraftloserklärung ein Andienungsdruck vorliegt.

⁸¹⁶ Vgl. KASERER(2001), S. 188, SCHENKER(2005), S. 55.

denkbar, dass sie auch vom bestehenden Verfahren nicht in Kenntnis gesetzt sind. Deshalb verjährt der Anspruch der Aktionäre, der sich aus der Kraftloserklärung ergibt, erst zehn Jahre nach dem rechtskräftigen Urteil.⁸¹⁷ Nach Ablauf von zehn Jahren ist die Zielgesellschaft die Nutznießerin dieser verfallenen Ansprüche.⁸¹⁸

Der Vorteil der Kraftloserklärung im Gegensatz zum Squeeze-out Merger liegt darin, dass die Gesellschaftsstruktur nicht verändert werden muss. Beim Squeeze-out Merger dagegen geht die Zielgesellschaft infolge Fusion unter.⁸¹⁹ Aufgrund der eingeschränkten Klagemöglichkeit der Aktionäre bei der Kraftloserklärung ist dieses Verfahren aufgrund des besseren Kosten-Nutzen-Verhältnisses im Vergleich zum Squeeze-out Merger für den Anbieter die bessere Wahl.⁸²⁰

3.2 Squeeze-out Merger

Da der Ausschluss der Minderheitsaktionäre mit Hilfe eines Squeeze-out Mergers nicht zum Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit gehört, soll diese Ausschlussmöglichkeit im Folgenden nur kurz vorgestellt werden.

Durch die im Jahre 2004 erfolgte Revision des Fusionsgesetzes steht dem Mehrheitsaktionär die Möglichkeit eines Squeeze-out Mergers offen, sofern er über mehr als 90 Prozent der Stimmrechte an der betreffenden Gesellschaft verfügt.⁸²¹ Das bedeutet, dass die verbliebenen zehn Prozent der Aktionäre mittels einer Barabfindung aus der Gesellschaft ausgekauft werden können. Eine Abfindung in Bargeld ist allerdings nicht zwingend vorgeschrieben, sondern auch andere Vermögenswerte wie Wertpapiere, auch die einer dritten Gesellschaft, sind zulässig.⁸²² Dabei ist zu berücksichtigen, dass die hier gebotene Abfindung im Gegensatz zur Abfindung bei der Kraftloserklärung den wirklichen Wert der Anteile widerspiegeln muss.⁸²³

⁸¹⁷ Vgl. Art. 127 OR.

⁸¹⁸ Vgl. SCHÄRER/ZEITER(2003), S. 51f.

⁸¹⁹ Vgl. NUSSBAUMER(2007), S. 373.

⁸²⁰ Vgl. NUSSBAUMER(2007), S. 377. TSCHÄNI(2008), S. 446.

⁸²¹ Vgl. Art. 8 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 FusG

⁸²² Vgl. KOHLIK(2005), S. 341.

⁸²³ Vgl. ERBE/JAUSSI/THEILER(2003), S. 826f. Bei der Kraftloserklärung werden die Aktionäre zum Angebotspreis des vorangegangenen Übernahmeangebots abgefunden, welcher nicht den wahren Wert der Zielgesellschaft widerspiegeln muss. In den Fällen, in denen der Anbieter an die Mindestpreisbestimmungen gebunden ist, muss der Angebotspreis lediglich dem Mindestpreis entsprechen, welcher nicht zwangsläufig den wahren Wert der Anteile wiedergibt.

Gegen einen Squeeze-out Merger können sich die Aktionäre mit Hilfe einer Anfechtungsklage nach Art. 706 OR zur Wehr setzen. Die Anfechtungsklage hat das Ziel, den Fusionsbeschluss der Generalversammlung rückgängig zu machen. Sie ist nach Ansicht des Bundesgerichts nur zulässig, wenn den verbleibenden Aktionären nicht auch die Möglichkeit einer Verantwortlichkeitsklage nach Art. 108 FusG offen steht. Diese Meinung ist allerdings nicht unumstritten.⁸²⁴

Da Unternehmen die Fusion nicht mehr rückwirkend auflösen müssen, sobald sie im Handelsregister eingetragen ist,⁸²⁵ kann der Minderheitsaktionär nach der Generalversammlung im ersten Schritt eine Handelsregistersperre erwirken.⁸²⁶

Nach Art. 106 Abs. 1 FusG kann der Fusionsbeschluss innerhalb von zwei Monaten nach Veröffentlichung im SHAB angefochten werden, sofern er gegen das geltende Fusionsgesetz verstößt. Sofern keine Veröffentlichung des Fusionsbeschlusses erforderlich ist, beginnt die Frist mit der Beschlussfassung. Die Klageberechtigung dazu haben diejenigen Aktionäre, welche dem Fusionsbeschluss nicht zugestimmt haben. Sofern sich die in der Klage gerügten Mängel innerhalb einer dem Unternehmen einzuräumenden Frist beheben lassen, kann die Fusion vollzogen werden. Andernfalls hebt das Gericht den Fusionsbeschluss auf.

Ein für die Minderheitsaktionäre ungerechtfertigtes Austauschverhältnis ist den behebbaren Mängeln zuzurechnen und kann eine Fusion somit nicht verhindern.

Bezüglich der Berechnung der 90-Prozent-Schwelle schweigt das Gesetz. Diese 90 Prozent könnten sich auf die an der Generalversammlung vertretenen Stimmen, auf 90 Prozent der insgesamt vorhandenen Stimmen, oder bei enger Auslegung des Gesetzeswortlauts nach dem Kopfstimmprinzip auf die Gesamtzahl der Aktionäre beziehen.⁸²⁷ Ebenso umstritten ist die Behandlung der eigenen Aktien der Gesellschaft, deren Stimmrechte bekanntlich ruhen. KOHLIK(2005) ist der Ansicht, dass diese nicht dem Mehrheitsaktionär, wie dies im Falle der Kraftloserklärung geschieht, zugerechnet werden dürfen.⁸²⁸

Anders als das öffentliche Übernahmeangebot mit anschließender Kraftloserklärung finden die Regelungen zum Squeeze-out Merger auch für nicht kotierte Gesellschaften Anwendung.

⁸²⁴ Vgl. SAUSER/DUNANT(2004), S. 6.

⁸²⁵ Vgl. SAUSER/DUNANT(2004), S. 6.

⁸²⁶ Seit dem 1. Januar 2008 ist die Einspruchsmöglichkeit u.a. durch die Halbierung der Frist gemäß Art. 162 Abs. 3 HregV stark eingeschränkt worden.

⁸²⁷ Vgl. BERTSCHINGER(2005), S. 480ff., BÜREN/MAUERHOFER(2005), S. 770ff., KOHLIK(2005), S. 338. SPORI/MOSER(2004) sprechen sich dafür aus, dass sich das Quorum auf die Anzahl sämtlicher Stimmen bezieht, vgl. SPORI/MOSER(2004), S. 329.

⁸²⁸ Vgl. KOHLIK(2005), S. 338.

Die Kraftloserklärung wird gegenüber dem Squeeze-out Merger vor allem deshalb präferiert, weil eine gerichtliche Überprüfung der Abfindung bei der Kraftloserklärung ausscheidet. Das Fusionsgesetz sieht dagegen in Art. 105 vor, dass die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüft werden kann. Damit bewirkt die Androhung eines Squeeze-out Mergers im Gegensatz zur Androhung einer Kraftloserklärung keinen Andienungsdruck bei einem öffentlichen Übernahmeangebot.

Zur Einreichung der Überprüfungsklage ist allerdings nur derjenige Aktionär zugelassen, der nicht für den Fusionsbeschluss gestimmt hat.⁸²⁹ Im Vergleich zum Beitritt beim Kraftloserklärungsverfahren hat der Aktionär bei der Überprüfungsklage ein geringeres Kostenrisiko zu tragen. Denn Art. 105 Abs. 3 FuSG sieht vor, dass der übernehmende Rechtsträger und, nur in Ausnahmefällen, der klagende Aktionär die Kosten zu tragen hat. Die aktuelle Rechtsprechung sieht vor, dass die Kläger die Kosten zumindest nach Maßgabe ihres Streitwerts zu tragen haben, sofern sie ihre Aktien erst nach dem Übernahmeangebot gekauft haben.⁸³⁰

Sofern das Gericht die Abfindung im Rahmen der Überprüfungsklage erhöht, kommt dies auch allen übrigen Aktionären zugute.⁸³¹

Aktivlegitimiert sind in jedem Fall die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft. KOHLIK(2005) vertritt die Meinung, dass eine Aktivlegitimation für Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft nur dann gegeben ist, wenn diese eine Schädigung ihrerseits glaubhaft machen können.⁸³²

Beschränkt wird die Höhe der Abfindung durch die Regelung, dass diese nur aus dem freien Gesellschaftsvermögen der kombinierten Gesellschaften entrichtet werden darf.⁸³³ Sollten sich die Gesellschaften für Maßnahmen entscheiden, dieses Gesellschaftsvermögen und damit die Abfindung vorsätzlich zu verringern, so kann dies jedoch eine Verantwortlichkeitsklage gemäß Art. 108 FusG nach sich ziehen.

Der Anbieter ist bei einem öffentlichen Übernahmeangebot, wie bereits erwähnt wurde, nach Ansicht von SCHENKER(2009) an die Best Price Rule gebunden, wenn er die Absicht eines

⁸²⁹ Vgl. KOHLIK(2005), S. 344.

⁸³⁰ Vgl. CHRIST(2010), S. 75ff.

⁸³¹ Vgl. VON DER CRONE/DOBLER/EUGSTER(2006), S. 254.

⁸³² Vgl. KOHLIK(2005), S. 334.

⁸³³ Vgl. KOHLIK(2005), S. 345.

Squeeze-out Mergers bereits im Prospekt angekündigt hat.⁸³⁴ Sofern nun eine Überprüfungsklage eingereicht wird, und das Gericht eine Erhöhung der Abfindung anordnet, welche über dem im Übernahmeangebot offerierten Preis liegt, müssten damit die Aktionäre, welche das Angebot angenommen haben, den Differenzbetrag zwischen ursprünglichem Angebotspreis und gerichtlich festgesetzter Abfindung erhalten.

3.3 Vergleich der Schweizer und deutschen Ausschlussmöglichkeiten

Im Folgenden sollen zunächst die deutschen Ausschlussmöglichkeiten vorgestellt werden, die das Pendant zur Kraftloserklärung bzw. zum Squeeze-out Merger darstellen. Im Anschluss daran kommt es zu einem Rechtsvergleich der Schweizer und deutschen Ausschlussmöglichkeiten.

3.3.1 Ausschlussmöglichkeiten nach deutschem Recht

Analog zum Squeeze-out Merger in der Schweiz können in Deutschland die Aktionäre mit Hilfe eines aktienrechtlichen Squeeze-out ausgeschlossen werden. Das Gegenstück zur Schweizer Kraftloserklärung bildet in Deutschland der übernahmerechtliche Squeeze-out. Diese beiden Ausschlussmöglichkeiten werden im Folgenden zunächst kurz beschrieben.

3.3.1.1 Aktienrechtlicher Squeeze-out in Deutschland

Die in Deutschland parallel mit dem WpÜG am 1. Januar 2002 in Kraft getretene Squeeze-out-Regelung gemäß §§ 327 a bis f AktG ermöglicht dem Hauptaktionär, die Minderheiten auf einfacherem Wege loszuwerden, als dies zuvor der Fall war. Zwar gab es auch in der Vergangenheit Möglichkeiten zum Ausschluss unliebsamer Minderheiten, doch führten diese beispielsweise zu steuerlichen Nachteilen, wenn sich der Hauptaktionär für eine übertragende Auflösung nach §179a AktG entschieden hat.⁸³⁵ Bereits in den ersten sechs Monaten nach

⁸³⁴ Vgl. SCHENKER(2009), S. 408f.

⁸³⁵ Vgl. SCHWICHTENBERG(2001) und HELMIS/KEMPER(2002), die die vor Inkrafttreten des WpÜG gängigen Ausschlussmöglichkeiten beschreiben.

Inkrafttreten der Squeeze-out-Regelung wurden in Deutschland 25 Squeeze-outs angekündigt oder bereits beschlossen.⁸³⁶

Voraussetzung für die Durchführung ist es, dass der Hauptaktionär über mindestens 95 Prozent am Grundkapital der Gesellschaft verfügt. Der Erwerb der Aktien der verbliebenen Minderheitsaktionäre erfolgt durch einen Hauptversammlungsbeschluss. Die Aktien gehen gemäß § 327 e AktG durch Eintragung des Beschlusses im Handelsregister auf den Hauptaktionär über. Der aktienrechtliche Squeeze-out ist nicht auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt.

Gegen den Hauptversammlungsbeschluss kann Anfechtungsklage nach § 243 AktG eingereicht werden, wenn beispielsweise Formfehler vorliegen, oder es auf der Hauptversammlung zu einer Verletzung des Auskunftsrechts der Aktionäre gekommen ist. Nachdem die Klage eingereicht wurde, kommt es zu einer Registersperre, die wiederum mittels eines Freigabeverfahrens überwunden werden kann. (§327e Abs. 2 i.V.m. §319 Abs. 5 u. 6 AktG). Im Rahmen der Anfechtungsklage kann nur der Beschluss selbst, nicht aber die Höhe der Abfindung überprüft werden. Allerdings ist mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (AURUG) die Klagemöglichkeit und damit die Verhinderung eines Squeeze-out erheblich eingeschränkt worden. So sind nur noch diejenigen Aktionäre zu einer Anfechtungsklage berechtigt, die gemäß § 246 a Abs. 2 AktG einen Anteil am Grundkapital von 1000 Euro halten. Dass dies zu einer erheblichen Einschränkung des Minderheitenschutzes führt, zeigt ein einfaches Rechenbeispiel. Sofern es zu einem Squeeze-out bei einer Gesellschaft kommen sollte, deren Aktien einen Nennwert von einem Euro aufweisen, muss ein Aktionär über 1000 Aktien an dieser Gesellschaft verfügen, um eine Anfechtungsklage anstrengen zu können. Sollte der Aktienkurs bei 100 Euro liegen, muss der klagewillige Aktionär Aktien im Wert von 100.000 Euro halten. Dass dies nicht den Anteilen der durchschnittlichen Minderheitsaktionäre entspricht, die sich an der Anlageempfehlung des CAPM⁸³⁷ orientieren, liegt auf der Hand.

Elementar für die ausgeschlossenen Aktionäre ist die Möglichkeit, die Angemessenheit der Abfindung im Spruchverfahren gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG überprüfen lassen zu können. Innerhalb von drei Monaten nach Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses kann jeder ausgeschlossene Aktionär die gerichtliche Überprüfung der

⁸³⁶ Vgl. HELMIS/KEMPER(2002), S. 518.

⁸³⁷ Die Anlageempfehlung des Capital Asset Pricing Models lautet: „Halte einen Bruchteil des Marktportfolios“.

Barabfindung einleiten.⁸³⁸ Allerdings ist dabei zu bedenken, dass sich ein Spruchverfahren über Jahre hinziehen kann. Für Unternehmensverträge beispielsweise, bei denen zwischen 1986 und 1992 ein Spruchverfahren eröffnet wurde, liegt die durchschnittliche Verfahrensdauer bei 9,33 Jahren.⁸³⁹

Die beim Squeeze-out gebotene Abfindung muss zum vollen Wert der Anteile erfolgen,⁸⁴⁰ was sich aus Art 14 Abs. 1 GG ergibt. Analog zur Preisfindung bei Übernahme- und Pflichtangeboten bildet auch hier der Börsenkurs die Wertuntergrenze. So darf die Abfindung nicht unter dem durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate vor der Ankündigung des Squeeze-outs liegen.⁸⁴¹ Allerdings kommt der Börsenkurs nicht immer als Untergrenze bei der Berechnung der Abfindung in Frage, da auf Grund des geringen verbliebenen Streubesitzes unter Umständen von einer Marktengpass auszugehen ist. Die Abfindung ist gemäß § 327 b Abs. 2 AktG vom Tag der Handelsregistereintragung des Hauptversammlungsbeschlusses an mit einem jährlichen 5 Prozentpunkten über dem Basiszins liegenden Zinssatz zu verzinsen.

RATHAUSKY(2004) kommt in seiner Untersuchung zu dem Ergebnis, dass ein Squeeze-out dem Hauptaktionär einen Nettobarwert zwischen 0,66 Millionen Euro und 4,19 Millionen Euro einbringt und aus diesem Grund ökonomisch von Vorteil ist.⁸⁴² Allerdings sind dabei nicht die Kosten mit berücksichtigt, die auf den Hauptaktionär aus einer eventuellen Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses und aus dem Spruchverfahren zukommen.

3.3.1.2 Übernahmerechtlicher Squeeze-out in Deutschland

Der übernahmerechtliche Squeeze-out wurde durch das am 14. Juli 2006 in Kraft getretene Übernahmerrichtlinien-Umsetzungsgesetz eingeführt und ist in den §§ 39 a bis c WpÜG geregelt. Diese Form des Squeeze-out erlaubt es, Minderheitsaktionäre im Nachgang eines

⁸³⁸ Vgl. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG.

⁸³⁹ Vgl. WENGER/KASERER/HECKER(2001), S. 328. Diese Zahl wurde unter der Annahme errechnet, dass die bis zum Ende des Untersuchungszeitraums noch anhängigen Verfahren sofort beendet werden. Sofern unterstellt wird, dass es bis zum Abschluss dieser Verfahren noch zwei bis vier Jahre dauert, beträgt die durchschnittliche Verfahrensdauer 10,20 Jahre.

⁸⁴⁰ Unter dieser Bedingung wird der Squeeze-out vom Bundesverfassungsgericht als verfassungsgemäß gebilligt, vgl. HEIDEL/LOCHNER(2001), S. 2032.

⁸⁴¹ Dies hat der Bundesgerichtshof 2010 entschieden, Vgl. Beschluss vom 19. Juli 2010 · Az. II ZB 18/09. Vorher galt die Dreimonatsfrist vor den Tag der Hauptversammlung, vgl. KRIEGER(2002), S. 56f.

⁸⁴² Vgl. RATHAUSKY(2004), S. 114. Der Nettobarwert errechnet sich aus der Differenz zwischen dem Barwert der wiederkehrenden Kosten und den Ausschlusskosten.

öffentlichen Übernahmeangebots auszuschließen. Dazu muss der Anbieter über mindestens 95 Prozent am Grundkapital der Gesellschaft verfügen und im Rahmen des Übernahmeangebots mindestens 90 Prozent des Grundkapitals eingesammelt haben, auf welches sich das Angebot bezog. Die dann angebotene Abfindung entspricht dem Preis des vorangegangenen Angebots und ist im Vergleich zur Abfindung des aktienrechtlichen Squeeze-outs nach § 327 a ff. AktG wegen der damit einhergehenden Angemessenheitsvermutung nicht gerichtlich überprüfbar. Bei Tauschangeboten ist stets wahlweise eine Geldleistung anzubieten.

Für den Hauptaktionär besteht die Möglichkeit, von einem bereits eingeleiteten aktienrechtlichen zu einem übernahmerechtlichen Squeeze-out zu wechseln.⁸⁴³

Beim übernahmerechtlichen Squeeze-out muss der Anbieter analog zur Kraftloserklärung innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist den Antrag auf Ausschluss einleiten. Zuständig ist in erster Instanz das Landgericht Frankfurt a.M..⁸⁴⁴

Es ist zwar gesetzlich nicht explizit vorgeschrieben, dass die notwendigen 95 Prozent am Grundkapital mit Hilfe des Übernahmeangebots erzielt werden müssen⁸⁴⁵ und nach Ansicht der Bundesregierung hätte es für den Hauptaktionär möglich sein sollen, innerhalb der Dreimonatsfrist die für die Erreichung der Schwelle notwendigen Aktien „nachzukaufen“.⁸⁴⁶ Doch der Bundesgerichtshof hat in einem Urteil aus dem Jahr 2012 klar entschieden, dass „Erwerbe allenfalls bis zum Ablauf der erweiterten Annahmefrist zu berücksichtigen sind“.⁸⁴⁷

Ein Bieter ist allerdings dann nicht zu einem übernahmerechtlichen Squeeze-out berechtigt, wenn es sich beim Angebot um ein Aufstockungsangebot handelt, das aus einer bestehenden Kontrollbeteiligung heraus unterbreitet wird.⁸⁴⁸ Sofern der Anbieter nach dem Angebot über die notwendige Beteiligungsschwelle von 95 Prozent verfügt, haben die verbliebenen Aktionäre innerhalb der Dreimonatsfrist gemäß § 39 c WpÜG ein Anrecht darauf, ihre Aktien zum vorangegangenen Angebotspreis dem Hauptaktionär anzudienen.

⁸⁴³ Vgl. OTT(2008), S. 385.

⁸⁴⁴ Vgl. §39 a Abs. 5 WpÜG, § 2 SpruchG.

⁸⁴⁵ Im Gesetzestext ist in § 39a Abs. 1 WpÜG die Rede davon, dass der Schwellenwert „nach“ dem Übernahmeangebot erzielt werden muss und nicht „mittels“ des Angebots. Somit könnte der Grenzwert auch durch Paketkäufe oder einen Zukauf über die Börse erreicht werden.

⁸⁴⁶ Vgl. OTT(2008), S. 387.

⁸⁴⁷ Urteil vom 18.12.2012 II ZR 198/11, Ziffer 20.

⁸⁴⁸ Vgl. BUNDESREGIERUNG(2006), S. 21.

3.3.1.3 Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out in Deutschland

Der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out wurde durch die am 15. Juli 2011 in Kraft getretene Änderung des Umwandlungsgesetzes eingeführt. Sofern der Hauptaktionär über mindestens 90 Prozent des Grundkapitals an der übertragenden Gesellschaft hält, und es zu einer Verschmelzung zwischen dem Hauptaktionär und der übertragenden Gesellschaft kommt, kann die Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags einen Squeeze-out-Beschluss nach § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG fassen.

Im Vergleich zu den beiden anderen bereits besprochenen Ausschlussmöglichkeiten müssen die 90 Prozent des Grundkapitals tatsächlich beim Hauptaktionär liegen.⁸⁴⁹ Anteile, die bei Personen liegen, die in gemeinsamer Absprache mit ihm handeln, werden dabei nicht berücksichtigt.

Die Absenkung des Grenzwertes auf 90 Prozent soll nach Ansicht von SCHANZ(2011) Hedgefonds den Aufbau von Blockadepositionen erschweren.⁸⁵⁰

Das Ausschlussverfahren richtet sich nach Maßgabe der Regelungen des aktienrechtlichen Squeeze-outs.

3.3.2 Vergleich der Gesetzgebungen bezüglich des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

Der Vergleich zwischen den Schweizer und deutschen Squeeze-out-Regelungen findet sich in Tabelle 20.

⁸⁴⁹ Vgl. §62 Abs. 1 UmwG.

⁸⁵⁰ Vgl. SCHANZ(2011), S. 12

	Schweiz		Deutschland		
	<i>Ausschluss mit Beschluss der Aktionärsversammlung</i>	<i>Ausschluss ohne Beschluss der Aktionärsversammlung</i>	<i>Ausschluss mit Beschluss der Aktionärsversammlung</i>	<i>Ausschluss ohne Beschluss der Aktionärsversammlung</i>	<i>Ausschluss mit Beschluss der Aktionärsversammlung</i>
Bezeichnung	Squeeze-out Merger (Art. 8 Abs. 2 FusG)	Kraftloserklärung (Art. 33 BEHG)	aktienrechtlicher Squeeze-out (§§ 327 a-f AktG)	übernahmerechtlicher Squeeze-out (Art. 39 a-c WpÜG)	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out (Art. 62 Abs. 5 UmwG)
notwendige Beteiligung	≥ 90 Prozent der Stimmrechte	> 98 Prozent der Stimmrechte	≥ 95 Prozent des Grundkapitals	≥ 95 Prozent des Grundkapitals	≥ 90 Prozent des Grundkapitals
Durchführung	Zustimmung der Generalversammlung (Art. 18 Abs. 5 FusG)	Klageeinreichung innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist (Art. 33 Abs. 1 BEHG)	Zustimmung der Hauptversammlung (§ 327 a Abs. 1 AktG)	Antrag bei Gericht innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist (§ 39 a Abs. 4 WpÜG)	Zustimmung der Hauptversammlung (§ 327 a Abs. 1 AktG)
Abfindung	beteiligte Gesellschaften können entweder Beteiligungspapiere und/oder Barabfindung anbieten (Art. 8 FusG)	entspricht Gegenleistung des vorangegangenen Übernahmeangebots (Art. 33 Abs. 2 BEHG)	Barabfindung (§ 327 a AktG)	entspricht Angebotspreis des vorangegangenen Übernahmeangebots; bei Tauschangebot alternative Geldleistung vorgeschrieben (§39 a Abs. 3 WpÜG)	Barabfindung (§ 327 a AktG)
gerichtliche Überprüfbarkeit	Überprüfungsklage (Art. 105 FusG)	faktisch nicht möglich	Spruchverfahren (§ 1 Nr. 3 SpruchG)	Nur möglich, wenn weniger als 90 Prozent des vom Angebot betroffenen Grundkapitals angedient werden (§ 39 a Abs. 3 WpÜG)	Spruchverfahren (§ 1 Nr. 3 SpruchG)

Tab. 19: Vergleich der Squeeze-out-Regelungen in der Schweiz und in Deutschland

4 Übernahmeprämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten

Zur Überprüfung der Angemessenheit der bei der Übernahme gebotenen Gegenleistung wird in diesem Kapitel der Angebotspreis mit der vorangegangenen Kursentwicklung verglichen. Die so gewonnene Übernahmeprämie⁸⁵¹ errechnet sich als prozentualer Aufschlag auf den Aktienkurs, den der Anbieter zahlen muss, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft bereit sind, sich von ihren Anteilsscheinen zu trennen. Als Bezugspunkt wird dabei der Tag der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots gewählt.

4.1. Untersuchungsdesign und Datenbasis

Zur Bestimmung des Ankündigungstags wird sowohl auf die Tagespresse als auch auf die Datenbank von Bloomberg zurückgegriffen. Als Ankündigungstag wird derjenige Tag festgelegt, an dem entweder der Anbieter oder die Zielgesellschaft verbindlich ein Übernahmeangebot bestätigen.

4.1.1 Festlegung des Zeitpunkts bzw. Zeitraums der vorangegangenen Kursentwicklung

Bei der Wahl des Zeitpunkts bzw. des Zeitraums der vorangegangenen Kursentwicklung dürfen weder das Wissen um die Übernahme noch weitere kursrelevante Ereignisse in den mit dem Angebotspreis zu vergleichenden Kursen enthalten sein. Liegt der Zeitpunkt nahe am Tag der Ankündigung des Übernahmeangebots, besteht die Gefahr, dass am Markt bereits Gerüchte über eine bevorstehende Übernahme existieren, und diese zumindest teilweise im Kurs eingepreist sind. Wenn der gewählte Zeitpunkt bzw. Zeitraum weit in der Vergangenheit liegt, so besteht hier die Gefahr, dass andere kursrelevante Ereignisse sich im Aktienkurs niederschlagen.

Um den Problemen entgegenzuwirken, wird nicht nur ein einziger Zeitpunkt bzw. Zeitraum zum Vergleich herangezogen. Zunächst wird der Kurs einen Tag vor der Ankündigung

⁸⁵¹ In einigen Studien, vor allem in US-amerikanischen Studien, wird der Begriff Übernahmeprämie und abnormale Rendite synonym verwendet. Hier wird jedoch strikt zwischen den beiden Begriffen unterschieden.

($t=-1T$) der Übernahme mit der gebotenen Gegenleistung verglichen.⁸⁵² Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass durch Insidertransaktionen dieser Kurs verzerrt wurde. Aus diesem Grund wurden weitere Stichtagskurse betrachtet, bei denen sich die Wahrscheinlichkeit reduziert, dass sie durch Insidertransaktionen beeinflusst sind. Wie weit dabei zurückgegangen werden muss, um die Gefahr von Insidertransaktionen vollständig zu eliminieren, wird bei diversen Studien unterschiedlich gehandhabt. HECKER(2000) zieht den Aktienkurs 40 Börsentage vor dem Ereignis heran, SCHMITT/MOLL(2007) gehen drei Monate, BIMBERG(2009) geht 71 Börsentage zurück.⁸⁵³ In der vorliegenden Untersuchung soll dem Problem begegnet werden, indem der Kurs 20 Börsentage ($t=-20T$), drei Monate ($t=-3M$), sechs Monate ($t=-6M$) sowie exakt ein Jahr ($t=-12M$) vor der Ankündigung des Übernahmeangebots herangezogen wird. Sofern an dem jeweiligen Stichtag kein Handel stattgefunden hat, wird der nächste in der Vergangenheit liegende Kurs berücksichtigt, an dem die Aktien der Zielgesellschaft gehandelt wurde. Liegt der letztgehandelte Kurs zu weit in der Vergangenheit zurück, wird das jeweilige Unternehmen aus der Stichprobe ausgeschlossen.

Allerdings kann sich der Stichtagskurs als Ausreißer erweisen, sofern andere kursrelevante Tatsachen oder Insidertransaktionen genau an diesem Tag stattgefunden haben. Diese Verzerrung wird bei der Mittelwertbildung zumindest zu einem Teil wieder reduziert. Aus diesem Grund werden nicht nur Stichtagskurse, sondern auch Durchschnittskurse bei der Berechnung der Übernahmeprämien berücksichtigt. Dazu werden die Durchschnittskurse der letzten 12 Monate ($\emptyset 12M$), sechs Monate ($\emptyset 6M$), drei Monate ($\emptyset 3M$) und 20 Börsentage ($\emptyset 20T$) vor der Ankündigung der Übernahme bestimmt.

4.1.2 Definition der Übernahmeprämien

Bei einem Blick in die Angebotsprospekte werden in einigen Fällen die Übernahmeprämien explizit aufgeführt – zumindest wenn sie eine ansprechende Höhe aufweisen - um die Aktionäre der Zielgesellschaft zur Andienung zu bewegen. Allerdings wird bei der Berechnung dieser Prämien nicht der Tatsache Rechnung getragen, dass der Angebotspreis nicht am Ankündigungstag bezahlt wird, sondern in den meisten Fällen erst mehrere Wochen

⁸⁵² Da bei der Recherche des Ankündigungstags nicht nur auf Zeitungsberichte, sondern auch auf die Berichte in elektronischen Medien zurückgegriffen wird, kann davon ausgegangen werden, dass einen Tag vor dem so gefundenen Ankündigungstag die Übernahmeabsicht noch nicht im Aktienkurs vollständig verarbeitet ist.

⁸⁵³ Vgl. HECKER(2000), S. 246, SCHMITT/MOLL(2007), S. 205, BIMBERG(2009), S. 198.

oder Monate später.⁸⁵⁴ Gesetzlich ist geregelt, dass der Vollzug spätestens zehn Tage nach Ablauf der Nachfrist stattfinden muss.⁸⁵⁵ Ein Aktienkurs, der bereits ein Jahr zurückliegt, kann nicht direkt mit einer Zahlung, die über ein Jahr später stattfindet, verglichen werden. Deshalb ist zum einen der vorangegangene Kurs auf den Ankündigungstag aufzuzinsen und die angebotene Gegenleistung auf diesen Zeitpunkt abzudiskontieren. Mit Hilfe nachfolgender Formel ermittelt sich die Übernahmeprämie, bezogen auf den Durchschnittskurs, die die zeitliche Diskrepanz zwischen Ankündigungstag und Vollzugstag berücksichtigt:⁸⁵⁶

$$\ddot{U}P_{i,T} = \left(\frac{\frac{P_i}{(1+i)^k}}{\frac{\sum_{t=1}^T [K_{i,t} * (1+i)^t]}{T}} - 1 \right) \cdot 100$$

mit: $\ddot{U}P_{i,T}$ = Übernahmeprämie der Aktie_i im Vergleich mit der Kursentwicklung
im Zeitraum T, bezogen auf den Ankündigungstag (in Prozent)

P_i = Angebotspreis der Aktie_i

i = Kapitalisierungszins (auf täglicher Basis)

k = Anzahl Tage zwischen Ankündigung und Vollzug

$K_{i,t}$ = Kurs der Aktie_i zum Zeitpunkt t ⁸⁵⁷

Da die Stichprobe auch Unternehmen mit einem geringen Handelsvolumen enthält, sind die Kurse an umsatzschwachen Tagen für diese Gesellschaften weniger aussagekräftig als an Tagen mit hohem Volumen. Aus diesem Grund werden zusätzlich zu Vergleichszwecken auch die volumengewichteten Übernahmeprämien berechnet:

⁸⁵⁴ So beträgt die Anzahl der Börsentage, die zwischen der Ankündigung der Übernahme und dem Vollzugsdatum liegen, zwischen 28 und 303 Tagen.

⁸⁵⁵ Vgl. Art. 14 Abs. 6 UEV. Dies gilt allerdings nur, sofern alle Bedingungen erfüllt sind.

⁸⁵⁶ Bei den in der Untersuchung enthaltenen drei gescheiterten Angeboten (Baumgartner (2002), Forbo (2005) und Implenia (2008)), bei denen es zu keinem Vollzug gekommen ist, wird der Angebotspreis vom Ende der Angebotsfrist an auf den Ankündigungstag abdiskontiert.

⁸⁵⁷ Es werden die gemäß „Opération blanche“ retrograd bereinigten Kurse verwendet. Vgl. dazu SAUER(1991), S. 4ff.

$$\ddot{U}P_{i,T} = \left(\frac{\frac{P_i}{(1+i)^k}}{\frac{\sum_{t=1}^T [K_{i,t} * (1+i)^t * V_{i,t}]}{\sum_{t=1}^T V_{i,t}}} - 1 \right) \cdot 100$$

mit: $V_{i,t}$ = Tagesvolumen der Aktie_i im Zeitpunkt t

Bei Tauschangeboten oder bei einigen Kaufangeboten⁸⁵⁸ ist der Angebotspreis noch mit gewissen Unsicherheiten behaftet. Aus diesem Grund gibt es zwei verschiedene Werte für den Angebotspreis, die bei der Bestimmung der Übernahmeprämien herangezogen werden. Unterschieden wird zwischen dem Wert des Angebots am Ankündigungstag und dem Vollzugspreis, also dem am Vollzugsdatum tatsächlich bezahlten Preis.⁸⁵⁹ Der Wert des Angebots und der Vollzugspreis können sich auch dann unterscheiden, wenn es während der Angebotsdauer zu einer Erhöhung des Angebotspreises gekommen ist.⁸⁶⁰

4.1.3 Beschreibung der Stichprobe

Im Untersuchungszeitraum von 1998 bis 2008 wurde für insgesamt 107 Unternehmen ein öffentliches Übernahmeangebot nach BEHG unterbreitet.⁸⁶¹ Allerdings müssen einige Unternehmen bei der Berechnung der Übernahmeprämien ausgeschlossen werden. So gibt es für die Allgemeine Finanzgesellschaft (1999), für die Société Immobilière Genevoise (1999), für die UDT Group (2002) sowie für die Clair Finanz Holding (2004) keine verwertbaren Kurse. Für Altin (2001), für Sulzer (2001) sowie für die Hiestand (2008) kann der

⁸⁵⁸ Bei Sopafin (2002) hängt die Zahlung vom NAV (Net Asset Value) am letzten Tag der Nachfrist ab. Bei Eichhof (2008) handelt es sich um einen Auskauf der Getränkepartie aus der Gesamtunternehmung, wobei die Aktionäre am Rest der Gesellschaft beteiligt bleiben.

⁸⁵⁹ Bei der Bestimmung des Vollzugspreises bei Tauschangeboten wird davon ausgegangen, dass der repräsentative Minderheitsaktionär die zum Tausch angebotenen Aktien am Vollzugstag verkauft. LOUGHRAN/VIJH(1997) können nämlich nachweisen, dass Aktionäre, die die Aktien des Anbieters weiterhin halten, auf lange Sicht einen Verlust hinnehmen müssen. Vgl. LOUGHRAN/VIJH(1997), S. 1775. Ebenso MITCHELL/STAFFORD(2000), S. 298

⁸⁶⁰ In 13 Fällen kam es zu einer Erhöhung des Angebotspreises. Vgl. dazu ausführlich Kapitel 2.1.3.3.

⁸⁶¹ Für die Atel AG wurde im Untersuchungszeitraum dreimal geboten. Für die Baumgartner Papiers Holding, für die Bon appétit Group AG, für die EIC Electricity SA, für die Getaz Romang SA, für die Growth Value Opportunities SA (vorheriger Name: ENR Eastern Natural Resources SA), für die InCentive Capital AG (vorheriger Name: India Investment AG), für die Optical Technology Investments AG und für die Société Montreux-Palace SA wurde jeweils zweimal geboten. Doch in keinem dieser Fälle kommt es zu einer Überschneidung der Untersuchungszeiträume, weshalb keines dieser Angebote bei der Analyse ausgeschlossen werden muss. Daneben wurden bei sieben Zielgesellschaften konkurrierende Angebote unterbreitet.

Angebotspreis nicht exakt bestimmt werden.⁸⁶² Außerdem werden auch die zehn Konzernumstrukturierungen im Untersuchungszeitraum ausgeschlossen. Damit bleibt ein Stichprobenumfang von 100 Zielgesellschaften für den Zeitraum von 1998 bis 2008.

Für die insgesamt 100 Unternehmen können die Übernahmeprämien, bezogen auf den Vollzugspreis, berechnet werden. Wird als Angebotspreis auf den Wert des Angebots abgestellt, so befinden sich nur 88 Unternehmen in der Gesamtstichprobe.⁸⁶³ Der Unterschied bei den beiden Stichproben resultiert daraus, dass für einige Unternehmen der Wert des Angebots zum Ankündigungszeitpunkt nicht bestimmt werden kann, da beispielsweise die zum Tausch angebotenen Titel noch nicht kotiert sind.

Das Vollzugsdatum und damit der Zeitraum, innerhalb dessen der Angebotspreis abzudiskontieren ist, können genau bestimmt werden, da bei der Veröffentlichung des Endergebnisses das Vollzugsdatum genannt werden muss, sofern alle Bedingungen erfüllt sind. Sollte dies nicht der Fall sein, wird anhand der Tagespresse und der elektronischen Medien das genaue Vollzugsdatum recherchiert. In einigen Fällen gibt es zwei Vollzugszeitpunkte, je nachdem, ob die Aktionäre innerhalb der regulären Angebotsfrist oder innerhalb der Nachfrist andienen. In diesen Fällen wird angenommen, dass der repräsentative Minderheitsaktionär zum frühestmöglichen Zeitpunkt die Gegenleistung für sich beanspruchen möchte, um die gewonnene Liquidität anderweitig zu investieren. Er wird deshalb bereits während der regulären Angebotsfrist andienen. Im Anhang ab Seite 316 befindet sich Tabelle A.3, die unter anderem auch die gesamte Angebotsdauer enthält, also den Zeitraum zwischen Ankündigung des Angebots und dem Vollzug.

Die für die Berechnung der Übernahmeprämien notwendigen bereinigten Aktienkurse und Volumina werden der Datenbank von Bloomberg entnommen und zusätzlich mit der Datenbank Datatream von Thomson Reuters validiert.⁸⁶⁴ Bei der Ermittlung der vorangegangenen Kursentwicklung wird nur auf diejenigen Börsentage abgestellt, an denen auch ein Handel in den jeweiligen Aktien stattgefunden hat.

⁸⁶² Die Angebote für Altin und Sulzer sind gescheitert; das Angebot für Hiestand wurde im Rahmen einer Fusion unterbreitet.

⁸⁶³ Bei Stichtagskursen sind nur noch 97 Gesellschaften bei Berücksichtigung des Vollzugspreises und 85 Gesellschaften bei Berücksichtigung des Werts des Angebots enthalten. Der Unterschied der Stichprobengrößen bei Stichtagsbetrachtung und Durchschnittsbetrachtung liegt darin, dass drei Unternehmen ausgeschlossen werden müssen, bei denen der letztgehandelte Kurs zu weit vom jeweils betrachteten Stichtag entfernt liegt (Brauerei Haldengut (1999), Calanda Bräu (1999) und Gerolag (2004)).

⁸⁶⁴ Die Kurse sind gemäß „Opération blanche“ bereinigt. Vergleiche dazu SAUER(1991), S. 4ff.

Die Angebotspreise werden den Angebotsprospekten entnommen, die - bis auf eine Ausnahme⁸⁶⁵ - zumindest in einer Zusammenfassung auf der Homepage der Übernahmekommission zu finden sind.

Beim Vergleich der Übernahmeprämien wird, wenn bei einer Zielgesellschaft für mehrere Aktiengattungen geboten wird, nur die liquideste dieser Aktiengattungen berücksichtigt. Dabei wird auf die Definition für Liquidität der Übernahmekommission vor 2009 zurückgegriffen.⁸⁶⁶ Demnach wird die Liquidität anhand der Anzahl an Handelstagen gemessen. Wird für Aktien und für Partizipationsscheine geboten, werden ausschließlich die Aktien der Zielgesellschaft bei der Mittelwertbildung berücksichtigt.

Bei konkurrierenden Übernahmeangeboten wird für den Vergleich der Übernahmeprämien das erste Angebot berücksichtigt, da die Kurse vor dem zweiten Angebot nur die Informationen über das erste Angebot beinhalten. Als Vollzugspreis wird bei konkurrierenden Angeboten ebenso wie bei allen übrigen Angeboten der tatsächliche am Vollzugsdatum bezahlte Preis gewählt, unabhängig davon, ob das erste oder das zweite Angebot erfolgreich ist.

4.1.4 Bestimmung des Kalkulationszinssatzes

Als Kalkulationszinsfuß für die Diskontierung der Aktienkurse und des Angebotspreises muss ein Zinssatz gefunden werden, der die Information zur Abgabe des Übernahmeangebots nicht enthält. Zu dessen Bestimmung werden alternative Geldanlagemöglichkeiten betrachtet. Dazu werden für den Untersuchungszeitraum sowohl die Aktienmarktrendite als auch der sichere Zinssatz bestimmt. Es handelt sich hierbei um zwei Alternativanlagen, die im CAPM einmal ein Beta von Eins und einmal ein Beta von Null aufweisen. Bei Berücksichtigung der Aktienmarktrendite als Kalkulationszins wird also unterstellt, dass die Stichprobenwerte eine perfekte Korrelation zum Gesamtmarkt aufweisen. Findet dagegen der sichere Zins Anwendung, geht man davon aus, dass keine Korrelation zum Gesamtmarkt besteht.

Für die Bestimmung der Aktienmarktrendite wird der Swiss Performance Index (SPI) herangezogen. Die jeweiligen Kursstände wurden der Homepage der Schweizer Börse

⁸⁶⁵ Das Angebot der Romande Energie SA aus dem Jahre 1999 befindet sich nicht auf der Homepage der Übernahmekommission. Die entsprechenden Daten zu diesem Übernahmeangebot entstammen der Neuen Zürcher Zeitung.

⁸⁶⁶ Vgl. Mitteilung Nr. 2 auf der Homepage der Übernahmekommission unter www.takeover.ch.

entnommen. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich vom 19. März 1997 bis zum 18. Dezember 2008. Am 19. März 1997 weist der SPI einen Stand von 2879,50 Punkten auf, am 18. Dezember 2008 erzielt er einen Stand von 4547,46 Punkten. Daraus errechnet sich eine jährliche Rendite von 3,96 Prozent.

Für die Bestimmung des sicheren Zinses dient der SBI Domestic Swiss Government. Dabei handelt es sich um einen Sub-Index aus der Swiss Bond Index (SBI) Familie, der die Kursentwicklung der Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaften widerspiegelt.⁸⁶⁷ Die jeweiligen Indexstände wurden ebenfalls der Homepage der Schweizer Börse entnommen. Am 19. März 1997 weist der Index einen Stand von 107,38 und am 18. Dezember 2008 einen Stand von 171,01 auf. Daraus errechnet sich eine jährliche Rendite von 4,04%.

Anhand von Abbildung 17 wird deutlich, dass einiges gegen eine Verwendung der Aktienmarktrendite als Kalkulationszins spricht. Denn die Angebote, die zwischen 2003 und 2007 lanciert wurden, fallen in eine ausgeprägte Aufwärtsbewegung und diejenigen ab 2007 in eine ausgeprägte Abwärtsbewegung des Marktes. Dagegen schwankt der sichere Zinssatz im gleichen Zeitraum weit weniger.



Abb. 17: Alternativanlagen: SPI und SBI

⁸⁶⁷ Weitergehende Erklärungen zu diesem Index finden sich auf der Homepage der Schweizer Börse.

Da aber beide Renditen sehr nahe beieinander liegen, relativiert sich das Auswahlproblem. Für die folgende Untersuchung wird eine jährliche Rendite von 4 Prozent zur Auf- und Abzinsung verwendet.

4.1.5 Signifikanztest

Da einige Teilstichproben miteinander verglichen werden sollen, wird zum Vergleich der Stichprobenmittelwerte der t-Test für unabhängige Stichproben herangezogen. Eine Voraussetzung für dessen Anwendung ist die Homogenität der beiden Stichprobenvarianzen. Die zu untersuchende Hypothese lautet:

H_0 : Die Mittelwerte der beiden unabhängigen Stichproben sind gleich: $\mu_1 = \mu_2$

H_1 : Die Mittelwerte der beiden unabhängigen Stichproben unterscheiden sich: $\mu_1 \neq \mu_2$

Der empirische t-Wert berechnet sich wie folgt:

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{(n_1 + n_2)((n_1 - 1)s_1^2 + (n_2 - 1)s_2^2)}{n_1 * n_2(n_1 + n_2 - 2)}}$$

mit: x_i = Mittelwert der Stichprobe i

n_i = Stichprobenumfang der Stichprobe i

s_i = Varianz der Stichprobe i

Die Prüfgröße ist t-verteilt mit $df = (n_1 + n_2 - 2)$ Freiheitsgraden.

Da der t-Test für verbundene Stichproben die Varianzgleichheit voraussetzt, wird vor dessen Anwendung die Varianzgleichheit mittels des F-Tests überprüft. Die entsprechenden Hypothesen dazu lauten:

H_0 : Die Varianzen der beiden unabhängigen Stichproben sind gleich: $\sigma_1^2 = \sigma_2^2$

H_1 : Die Varianzen der beiden unabhängigen Stichproben unterscheiden sich: $\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$

Der F-Wert $F = \frac{\max\{s_1^2, s_2^2\}}{\min\{s_1^2, s_2^2\}}$ wird mit dem kritischen Wert bei einem Signifikanzniveau von fünf Prozent verglichen, der sich aus der F-Tabelle mit den Freiheitsgraden $df_1 = n_1 - 1$ und $df_2 = n_2 - 1$ ablesen lässt. Die Nullhypothese kann abgelehnt werden, sofern der errechnete F-Wert den kritischen Wert übersteigt.

Sind die Varianzen nicht gleich, so findet das Näherungsverfahren von Welch Anwendung.⁸⁶⁸ Die Prüfgröße wird demnach mit folgender Formel berechnet:

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}}$$

Als Testschranke wird dabei die Schranke der t-Verteilung verwendet mit dem Freiheitsgrad:

$$df \leq \frac{\left(\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}\right)^2}{\frac{s_1^4}{n_1^2 \cdot (n_1 - 1)} + \frac{s_2^4}{n_2^2 \cdot (n_2 - 1)}}$$

4.2 Ergebnisse bisheriger Untersuchungen

In den folgenden Abschnitten werden die wichtigsten Ergebnisse nationaler und internationaler Studien vorgestellt, die sich mit der Berechnung der Übernahmeprämien befassen. Eine tabellarische Übersicht über die verschiedenen Studien zu diesem Themenkomplex befindet sich im Anhang ab Seite 320.

4.2.1 Schweizer Übernahmestudien

Für den Schweizer Kapitalmarkt existierte bis zum Jahre 2010 keine veröffentlichte Untersuchung, die sich mit Übernahmeprämien beschäftigt, welche bei öffentlichen Übernahmeangeboten, die dem BEHG unterworfen sind, offeriert werden. Dies könnte damit zusammenhängen, dass der Schweizer Übernahmemarkt als unterentwickelt bezeichnet

⁸⁶⁸ Vgl. BASLER(1994), S. 225.

wird.⁸⁶⁹ Schweizer M&A-Transaktionen werden bis dahin nur in länderübergreifenden Studien mitberücksichtigt.

Für Übernahmeangebote vor Inkrafttreten des Börsengesetzes existieren zwar ebenfalls keine umfassenden Studien. FREI(1996) aber beschreibt einige der wichtigsten öffentlichen Übernahmeangebote, die zwischen September 1989 und Dezember 1994 lanciert wurden. Die genannten Aufschläge auf den Börsenkurs entstammen dabei teilweise den Angebotsprospekten. Zu bedenken ist dabei, dass sich die Übernahmeprämie nicht in jedem Fall auf den Ankündigungstag bezieht, sondern dass der Anbieter den Zeitpunkt bzw. das Zeitfenster mit dem Verweis auf die Gerüchtebildung vor der Ankündigung willkürlich in die Vergangenheit verlegt hat. Dies geschah, um den Aktionären der Zielgesellschaft möglichst hohe Übernahmeprämien zu präsentieren. Die durchschnittliche Übernahmeprämie der 32 berücksichtigten Übernahmen beträgt 34,80%, bezogen auf den Stichtagskurs $t=-1T$.⁸⁷⁰ Bei acht der betrachteten Übernahmen sind die Prämien bezogen auf den dreimonatigen Durchschnittskurs angegeben. Im Durchschnitt liegt diese bei 24,04%. Allerdings erwähnt der Autor selbst, dass er weitere Übernahmen nicht berücksichtigt hat, was sich auf die Aussagekraft der gefundenen Übernahmeprämien auswirkt.

Die im Jahre 2010 veröffentlichte Studie von JENTSCH(2010) befasst sich mit den Prämien, bezogen auf den Mindestpreis, die im Zeitraum vom 1. Januar 1998 bis 31. Juli 2010 offeriert werden. Der Autor hat in diesem Zeitfenster 128 Übernahmeangebote identifiziert. Er verweist dabei auf die in PETER/BLAAS/ROOS(2010) enthaltene Aufstellung der Angebote in diesem Zeitraum.⁸⁷¹ Allerdings fehlt bei dieser Untersuchung das Angebot der Romande Energie aus dem Jahr 1999, welches nicht auf der Homepage der Übernahmekommission publiziert wurde.⁸⁷² Die vor dem 1. Juli 2007 angekündigten Angebote wurden mit dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage vor der Veröffentlichung des Angebots verglichen, diejenigen, die nach dem 1. Juli 2007 angekündigt wurden, mit dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor der Ankündigung.⁸⁷³ Der Autor lässt es unerwähnt, welche Vorgehensweise genau gewählt wird, wenn es sich um ein Tauschangebot handelt, und die zum Tausch angebotenen Titel bei der Ankündigung noch nicht kotiert waren. Auch wird es von JENTSCH(2010) unterlassen, den Mindestpreis mit

⁸⁶⁹ DROBETZ/GRÜNINGER(2006), S. 11.

⁸⁷⁰ Wie schon erwähnt, ist dies nicht in jedem Fall der Stichtagskurs vor der Ankündigung. Der Mittelwert entstammt einer eigenen Berechnung unter Zugrundelegung der bei FREI(1996) genannten Zahlen.

⁸⁷¹ Vgl. PETER/BLAAS/ROOS(2010), S. 174.

⁸⁷² Die Zusammenfassung des Angebotsprospekts ist der Neuen Zürcher Zeitung zu entnehmen.

⁸⁷³ Mit der Revision des Übernahmerechts trat die neue Mindestpreisregel am 1. Juli 2007 in Kraft.

dem Angebotspreis durch Diskontierung gleichnamig zu machen. Für die Gesamtstichprobe ergibt sich eine durchschnittliche Prämie von 22,35% bei einem Median von 12,83%. Bei der Unterteilung in freiwillige Angebote und Pflichtangebote zeigt sich, dass keine signifikanten Unterschiede zwischen der jeweiligen Prämienhöhe bestehen.⁸⁷⁴ Auch bei der Unterscheidung zwischen freundlichen und feindlichen Angeboten findet der Autor keine signifikanten Unterschiede, wenngleich die durchschnittliche Prämie der freundlichen Übernahmeangebote mit 23,96% deutlich über der der feindlichen Angebote mit 10,18% liegt.⁸⁷⁵ Signifikante Unterschiede zeigen sich bei der Betrachtung der offerierten Gegenleistung. So weisen Kaufangebote mit durchschnittlich 27,64% und gemischte Angebote mit durchschnittlich 27,09% eine jeweils signifikant höhere Prämie auf als reine Tauschangebote mit durchschnittlich 5,3%. Abschließend werden den konkurrierenden Angeboten die Angebote mit nur einem Bieter gegenübergestellt. Es zeigt sich, dass konkurrierende Angebote mit durchschnittlich 33,55% eine signifikant höhere Prämie erzielen als die übrigen Angebote mit durchschnittlich 21,40%. Nach Ansicht von JENTSCH(2010) überrascht dies wenig und lässt sich mit dem winner's curse Phänomen erklären, welches besagt, dass der letztendlich erfolgreiche Anbieter zu viel für die Zielgesellschaft bezahlt.⁸⁷⁶ Allerdings steht der vom Autor nicht näher betrachtete Fall der Intersport PSC Holding AG (2001) im Gegensatz dazu. Bei diesem konkurrierenden Angebot hat der Anbieter mit dem höchsten Angebot den Wettkampf um die Zielgesellschaft verloren.⁸⁷⁷

In Ermangelung weiterer Schweizer Studien soll im Folgenden zunächst eine Auswahl an Studien für den deutschen Kapitalmarkt vorgestellt werden. Im Anschluss daran erfolgt die Darstellung verschiedener US-amerikanischer Studien, gefolgt von einer Reihe länderübergreifender Untersuchungen.

⁸⁷⁴ Freiwillige Angebote weisen eine Prämie von 21,60%, Pflichtangebote eine Prämie in Höhe von 24,51% auf.

⁸⁷⁵ Als freundliche Angebote werden diejenigen Angebote definiert, bei denen der Verwaltungsrat entweder die Annahme empfiehlt oder anstelle einer Empfehlung nur die Vor- und Nachteile darlegt. Diejenigen Angebote, bei denen der Verwaltungsrat die Empfehlung abgibt, das Angebot nicht anzunehmen, gehören der Gruppe der feindlichen Angebote an.

⁸⁷⁶ Vgl. JENTSCH(2010), S. 377.

⁸⁷⁷ Der zweite Anbieter - der ein Pflichtangebot unterbreiten musste - hat durch weitere Zukäufe während des Übernahmekampfes seinen Stimmrechtsanteil auf über 50% erhöht. Da das erste Angebot - welches zu einem höheren Preis lanciert wurde - an die Bedingung geknüpft war, dass der erste Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über einen Stimmrechtsanteil von über 51% verfügt, ist es nach Ablauf der Angebotsfrist für gescheitert erklärt worden.

4.2.2 Deutsche Übernahmestudien

Da auch für den deutschen Kapitalmarkt wenige Studien existieren, die sich ausschließlich mit den bei Unternehmensübernahmen gezahlten Prämien beschäftigen, werden hier auch Studien vorgestellt, die sich mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, Eingliederungen, Verschmelzungen und Squeeze-Outs beschäftigen. Der Grund liegt darin, dass auch bei derartigen Unternehmenstransaktionen den Aktionären eine Gegenleistung angeboten wird, die mit der vorherigen Kursentwicklung verglichen wird. Zudem ähnelt das Untersuchungsdesign der folgenden Studien dem der vorliegenden Arbeit, weshalb ein Vergleich durchaus angestellt werden kann.

WENGER/HECKER/KNOESEL(1997) untersuchen in ihrer Arbeit die Prämien, die bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (B&G-Vertrag) und diejenigen, die bei einer Eingliederung bezahlt werden. Die Aktienkurse und Abfindungen wurden dabei mit einem Zinssatz von 8% gleichnamig gemacht.⁸⁷⁸ Für die zwischen dem 1. Januar 1983 und 17. Juni 1992 im Bundesanzeiger angekündigten B&G-Verträge errechnen die Autoren eine Prämie von durchschnittlich -37,14%, die sich auf den Aktienkurs zwei Tage vor der Ankündigung bezieht. Spätere Spruchverfahren führten zwar zu einer Aufbesserung der vertraglich festgesetzten Abfindung um knapp 25%, allerdings wird damit immer noch nicht der relevante Börsenkurs erreicht.⁸⁷⁹ Auch die Rechtsprechung billigte demnach Abfindungen, die unterhalb der jeweiligen Börsenkurse lagen, was die damals unzureichenden Minderheitenschutzregeln zeigt.⁸⁸⁰ Bei Eingliederungen, bei denen der Großaktionär bereits über mehr als 95% des Kapitals der eingegliederten Gesellschaft hält, zeigen sich zumindest bei zwei der betrachteten drei Teilstichproben positive Prämien. Sofern bei Ankündigung der Eingliederung vorher noch kein B&G-Vertrag bestand, bewegen sich die Prämien zwischen -24,27% und -19,18%.⁸⁸¹ Wenn vorher bereits ein B&G-Vertrag abgeschlossen wurde, liegen die Prämien zwischen 0,49% und 11,88%. Wurde vorher innerhalb eines Zweijahreszeitraumes bereits ein freiwilliges Abfindungsangebot abgegeben, schwanken die errechneten Prämien zwischen 17,27% und 25,32%. Die positiven Prämien für die Fälle mit „Vorgeschichte“ dürfen aber nicht dahingehend interpretiert werden, dass sie zu

⁸⁷⁸ Vgl. WENGER/HECKER/KNOESEL(1997), S. 119ff.

⁸⁷⁹ Vgl. WENGER/HECKER/KNOESEL(1997). Die Autoren merken hierbei jedoch an, dass die durchschnittliche Prämie der 46 Fälle nicht direkt mit der durchschnittlichen Aufbesserung verglichen werden kann, da bei letzterer nur 28 Fälle berücksichtigt werden konnten.

⁸⁸⁰ Vgl. HECKER/WENGER(1995), S. 326, WENGER/HECKER(1995), S. 82.

⁸⁸¹ Folgende Vergleichskurse wurden bei der Prämienermittlung berücksichtigt: t=-2T, t=-3M, t=-1J, t=-2J.

einer Verbesserung des Minderheitenschutzes führen. Vielmehr sind bei 11 der 12 betrachteten Fälle die Abfindungen von B&G-Vertrag und Eingliederung identisch. Positive Prämien resultieren nur aus den nach Abschluss des B&G-Vertrags gesunkenen Börsenkursen.

Die in WENGER/HECKER/KNOESEL(1997) angekündigte Vollerhebung der gezahlten Prämien bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (B&G-Vertrag) findet sich bei HECKER(2000). Dazu wurden 102 Unternehmen identifiziert, die einen solchen Vertrag zwischen dem 1. Januar 1978 und dem 31. Dezember 1992 angekündigt haben. Die Analyse erstreckt sich über 63 Fälle, für die Kursdaten zur Verfügung standen. Werden dann die Unternehmen aus der Stichprobe ausgeschlossen, bei denen es nicht zum ersten Mal zu einem B&G-Vertrag gekommen ist, bleiben 57 Fälle übrig. Für die Prämienermittlung wurden sowohl Durchschnitts- als auch Stichtagskurse herangezogen. Im Einzelnen sind dies die Stichtagskurse von $t=-2$ Tage, $t=-40$ Tage, $t=-1$ Jahr, $t=-2$ Jahre und die Durchschnittskurse der letzten 60 bzw. 120 Börsentage. Die bereinigten Kurse wurden auf den Ankündigungstag aufgezinnt, und die Abfindung wurde auf diesen Tag abgezinst. Für die Bereinigung wurden zwei verschiedene Methoden gewählt. Zum einen wird nach der Methode *operation blanche retrograd* bereinigt, und zum anderen werden die Kurse um den Barwert der zwischen der Kursnotierung und $t=0$ abgeflossenen Dividenden und sonstiger Wertrechte vermindert.⁸⁸² Für die Diskontierung werden zwei verschiedene Kalkulationszinsen ermittelt. Die sichere Verzinsung liegt dabei bei 7%, die durchschnittliche Aktienrendite bei 9%. Bei Betrachtung der Gesamtstichprobe zeigt sich, dass die Aktionäre – zumindest in der kurzen Frist – einen Verlust in Gestalt einer negativen Prämie hinnehmen müssen. Dies gilt sowohl für die unterschiedlichen Bereinigungsmethoden als auch für die unterschiedlichen Annahmen hinsichtlich der Verzinsung. Zwei Tage vor der Ankündigung liegt der durchschnittliche Verlust bei ungefähr 12%, 40 Börsentage vor dem Ankündigungstag liegt der Verlust zwischen 8,82% und 9,57%.⁸⁸³ Auch bei Betrachtung der Durchschnittskurse resultiert ein Verlust von ca. 10% bei Betrachtung des 60-tägigen Durchschnitts und von ca. 8% bei Betrachtung des 120-tägigen Durchschnitts. Erst in der langen Frist, d.h. für die Stichtagskurse, die ein oder zwei Jahre vor der Ankündigung liegen, lassen sich im Durchschnitt positive Prämien entdecken. Zwei Jahre vor dem Ankündigungstag liegen die durchschnittlichen Prämien zwischen 13,46% und 18,84%. Wird

⁸⁸² Vgl. HECKER(2000), S. 249.

⁸⁸³ Die unterschiedlichen Werte ergeben sich durch die zwei verschiedenen Kursbereinigungen und durch die beiden unterschiedlichen Diskontierungszinssätze.

allerdings ein Extremwert eliminiert, so liegt die Schwankungsbreite nunmehr zwischen 8,38% und 13,65%. Bei der Unterteilung der Stichprobe im Hinblick auf die Art der Abfindung zeigt sich, dass diejenigen, die als Abfindung Aktien zum Tausch angeboten bekommen, im Durchschnitt höhere Prämien erzielen als diejenigen, denen im Gegenzug für die Aktien eine Barabfindung geboten wird. Die Autorin kommt zu dem Schluss, dass die Abfindungen im Untersuchungszeitraum als zu niedrig angesetzt wurden. Sie begründet dies damit, dass die Vertragsparteien keinen Anreiz dazu haben, eine angemessene Höhe der Abfindung anzustreben.⁸⁸⁴ Nochmals deutlich wird dies bei der Untersuchung der 61 abgeschlossenen Spruchstellenverfahren, bei denen die ursprünglich angebotene Abfindung im Durchschnitt um 18,95% erhöht wurde. Dass es bei B&G-Verträgen zu negativen Prämien kommt, kann auch damit begründet werden, dass bei derartigen Verträgen häufig die Zustimmung der Aktionäre auf der Hauptversammlung nur noch eine reine Formsache ist, da die Vertragsparteien schon über die ausreichenden Stimmen verfügen. Bei Übernahmeangeboten sind hingegen höhere Prämien zu erwarten, da hier der Erfolg von der Zustimmung der Aktionäre abhängig ist.

Ähnliches gilt auch für die Verschmelzungen und verschmelzende Umwandlungen, die AHLERS(2003) untersucht. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich von 1966 bis 1999. Ebenso wie in der Untersuchung von HECKER(2000) werden die Kurse auf den Ankündigungstag aufgezinst und die Abfindungen auf diesen Tag abgezinst. Die Kurse werden ebenfalls nach den beiden bereits vorgestellten Methoden bereinigt. Der sichere Zins wird wie bei HECKER(2000) aus dem Verlauf des REXP bestimmt und beträgt 7,5%, die Aktienrendite wird mit Hilfe des DAFOX (Deutscher Aktien-Forschungsindex) ermittelt. Bei der Prämienermittlung wurden die Stichtagskurse $t=-2$ Tage, $t=-2$ Monate, $t=-6$ Monate, $t=-1$ Jahr, $t=-2$ Jahre sowie der Durchschnittskurs der letzten 20 Börsentage bis 2 Tage vor der Ankündigung herangezogen. Bei 34 von den insgesamt 67 untersuchten Fällen liegt der Wert der Gegenleistung unter dem Aktienkurs zwei Tage vor der Ankündigung. Das bedeutet, dass auch hier die Minderheitsaktionäre einen Verlust von durchschnittlich 3% hinzunehmen haben. Auch bei der Untersuchung von AHLERS(2003) können nur auf lange Frist positive Prämien gefunden werden. So liegt erst die Prämie, bezogen auf den Stichtagskurs zwei Jahre vor Ankündigung, für alle Bereinigungsverfahren und Verzinsungsannahmen im positiven Bereich zwischen 3,378% und 8,989%. Nach einer Aufteilung der Gesamtstichprobe in verschiedene Zeiträume stellt der Autor fest, dass die Prämie im Zeitablauf sinkt. Von 1966 bis 1982 waren alle berechneten Prämien positiv, auf längerfristige Sicht, d.h. ab dem

⁸⁸⁴ Vgl. HECKER(2000), S. 261.

Zeitpunkt 6 Monate vor der Ankündigung konnten sogar zweistellige Prämien ermittelt werden. Ab dem Jahr 1983 allerdings zeigt sich ein gegenteiliges Bild. Hier sind die Prämien in vielen Fällen im zweistelligen Bereich negativ. Im Anschluss daran unterteilt AHLERS(2003) die Gesamtstichprobe im Hinblick auf die Beteiligungsverhältnisse der Übernehmerin. Wenn die Übernehmerin mehr als 75% an der späteren Überträgerin besitzt, können die Aktionäre die Verschmelzung nicht mehr verhindern. Wenn der Anteil der Übernehmerin unter 75% liegt, so erzielen die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft einen Vermögenszuwachs, der zwischen 4,96% und 24,82% liegt – je nach Vergleichszeitpunkt und Bereinigungsverfahren.⁸⁸⁵ Liegt die Beteiligung dagegen über 75%, so ergeben sich Vermögensverluste, die zwischen -5,91% und -10,1% liegen. Es zeigt sich also auch hier, dass die Fälle, in denen die Zustimmung der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft notwendig ist, Vermögenszuwächse aufzeigen.

HECKER/KASERER(2003) untersuchen diejenigen Squeeze-Outs, die bis zum 31. Dezember 2002 angekündigt wurden.⁸⁸⁶ Von den mehr als 100 angekündigten Ausschlüssen werden 55 Fälle identifiziert, für die die notwendigen Daten beschafft werden können. Die Abfindungszahlungen werden dabei fünftägigen Durchschnittskursen gegenübergestellt. Zum einen ist dies der Durchschnittskurs der letzten fünf Börsentage vor der Ankündigung und zum anderen der Durchschnittskurs von fünf Börsentagen, der 40 Börsentage vor dem Ankündigungstag liegt.⁸⁸⁷ Auf eine Aufzinsung der Kurse auf den Ankündigungstag und eine Abzinsung der Abfindung wird dabei verzichtet. Im Durchschnitt errechnen die Autoren für die Tage direkt vor der Ankündigung eine durchschnittliche Prämie von 17,04%. Der Median von 4,34% zeigt jedoch die Rechtsschiefe der Stichprobe, bei der sich die Werte in einer Bandbreite von -18,29% und 150,86% bewegen. In immerhin 20% der Fälle haben die Minderheitsaktionäre einen Verlust hinzunehmen, da hier der Abfindungspreis unterhalb des Durchschnittskurses angesetzt ist. Für den weiter zurückliegenden Durchschnittskurs liegt die durchschnittliche Prämie bei 23,97% und der Median bei 6,70%. Der Maximalwert beträgt 160,38%, das Minimum -17,86%.

Unternehmensübernahmen sind Untersuchungsgegenstand von SCHMITT/MOLL(2007), die diejenigen öffentlichen Kaufangebote analysieren, die in Deutschland zwischen dem 1. Oktober 1995 und dem 31. Dezember 2003 angekündigt wurden. Im Untersuchungszeitraum

⁸⁸⁵ Vgl. AHLERS(2003), S. 189ff.

⁸⁸⁶ Die Squeeze-Out Regelung trat am 1. Januar 2002 in Kraft.

⁸⁸⁷ Als D-Kurs ab $t=-2$ wird der Durchschnittskurs bezeichnet, der zwischen $t=-6$ und $t=-2$ ermittelt wird, als D-Kurs ab $t=-40$ wird der Durchschnittskurs bezeichnet, der zwischen $t=-44$ und $t=-40$ ermittelt wird.

werden 281 Angebote identifiziert, davon sind 245 Barangebote, und in 35 Fällen werden Aktien der Anbieterin angeboten. Die Untersuchung umfasst schließlich 182 Angebote. Für die Ermittlung der Prämien wurden als Vergleichskurse die Stichtagskurse $t=-2T$, $t=-3M$ und $t=-1J$ sowie die Durchschnittskurse 20 und 60 Börsentage vor dem Ankündigungstag herangezogen. Der Aktienkurs wurde auf den Ankündigungstag aufdiskontiert, der Angebotspreis auf diesen Tag abdiskontiert. Den Diskontierungszins in Höhe von 8% errechnen die Autoren aus der Performance des DAFOX (Deutscher Aktien-Forschungsindex). Zwei Tage vor der Ankündigung eines öffentlichen Kaufangebots liegt die Übernahmeprämie im Durchschnitt bei 18,03% mit einem Median von 13,96%. Für die übrigen Kurse von $t=-3M$, $t=-1J$, $\emptyset 20T$, $\emptyset 60T$ liegen die durchschnittlichen Prämien bei 27,12%, 14,74%, 20,56% und 20,63%. Der Vergleich der Prämien im Zeitablauf zeigt zudem einen positiven Trend. Ziel der Untersuchung von SCHMITT/MOLL(2007) war es auch zu eruieren, ob sich mit Inkrafttreten des WpÜG ein gesteigerter Minderheitenschutz in größeren Prämien widerspiegelt.⁸⁸⁸ Von den gesamten 182 Angeboten fallen 114 unter den Übernahmekodex und 68 Angebote sind den Regelungen des WpÜG unterworfen. Tendenziell sind die Prämien seit Einführung des WpÜG höher, weshalb die Autoren in diesem Zusammenhang von einem positiven Einführungseffekt sprechen.⁸⁸⁹ Besonders deutlich wird dies bei Betrachtung der Prämie $t=-3M$, die bei WpÜG-Angeboten mit 33,07% deutlich über den 24,01% der Angebote nach dem Übernahmekodex liegt. Bei Unterteilung der Gesamtstichprobe nach der Angebotsart zeigt sich, dass bei Pflichtangeboten eine kleinere Prämie gezahlt wird als bei freiwilligen Angeboten. Zwei Tage vor der Ankündigung beträgt die durchschnittliche Prämie für Angebote unter dem Übernahmekodex für Pflichtangebote 12% und für freiwillige Angebote 19%. Für die seit Einführung des WpÜG angekündigten Angebote liegt die durchschnittliche Prämie für $t=-2T$ bei Pflichtangeboten bei 11%, bei Übernahmeangeboten bei 16% und bei Wertpapiererwerbsangeboten bei 31%. Erklärt wird der höhere Gewinn für die Aktionäre der Zielgesellschaft bei freiwilligen Angeboten damit, dass bei dieser Angebotsart der Anbieter ein größeres Interesse daran hat, einen bestimmten Stimmrechtsanteil an der Zielgesellschaft zu erhalten, und deshalb ein entsprechend attraktives Angebot unterbreitet.⁸⁹⁰

⁸⁸⁸ Der Zusammenhang zwischen einem gesteigerten Minderheitenschutz durch größere Prämien wurde bereits von BURKART/GROMB/PANUNZI(1998) untersucht. Sofern ein Anbieter größere Prämien offeriert, werden mehr Aktien angedient, was sich nach Ansicht der Autoren positiv auf die Moral Hazard Problematik auswirkt. Vgl. BURKART/GROMB/PANUNZI(1998), S. 175ff.

⁸⁸⁹ Vgl. SCHMITT/MOLL(2007), S. 207.

⁸⁹⁰ Vgl. SCHMITT/MOLL(2007), S. 208.

Diejenigen öffentlichen Kaufangebote, die zwischen dem 1. Januar 2002 und dem 31. März 2004 angekündigt wurden, sind Untersuchungsgegenstand bei BIMBERG(2009). Wie bei den meisten der hier vorgestellten Studien werden auch hier die Aktienkurse auf den Ankündigungstag aufdiskontiert und der Angebotspreis auf diesen Tag abdiskontiert. Der Diskontierungszins wird aus der Performance des REXP ermittelt und beträgt im Untersuchungszeitraum 6,5%. Bei der Bereinigung der Aktienkurse werden auch hier wieder zwei verschiedene Methoden herangezogen. Zum einen bedient sich der Autor der operation blanche und zum anderen einer alternativen Bereinigungsmethode, die nicht eine Reinvestition der abgeflossenen Wertrechte unterstellt. Für die Prämienermittlung werden die Stichtagskurse $t=-2T$, $t=-71T$, $t=-1J$, $t=-2J$ sowie die 60-tägigen Durchschnittskurse vor $t=-2T$ sowie vor $t=-71T$ herangezogen. Der Autor analysiert nicht die Gesamtstichprobe als Ganzes, sondern unterteilt alle Angebote hinsichtlich der Angebotsart. Zwei Tage vor der Ankündigung des Kaufangebots liegt die durchschnittliche Prämie für Erwerbsangebote bei 32,63%, für Pflichtangebote bei 10,15% und für Übernahmeangebote bei 19,76%.⁸⁹¹ Die Ergebnisse zeigen insgesamt ein ähnliches Bild wie schon die Untersuchung von SCHMITT/MOLL(2007), bei deren Analyse die Prämien von Pflichtangeboten deutlich unterhalb der Prämien von den beiden freiwilligen Angebotsvarianten lagen. Im Gegensatz zu den älteren bereits vorgestellten Studien ist die Stichtagsprämie, die genau zwei Jahre vor dem Ankündigungstag errechnet wird, hier für alle Angebotsarten negativ. Besonders für Erwerbsangebote wird die Stichtagsprämie größer, je näher der Ankündigungstag rückt. Sowohl bei Pflichtangeboten als auch bei Übernahmeangeboten sind die Prämien zwei Tage vor der Ankündigung mit 10,15% bzw. 19,76% kleiner als 71 Tage vor der Bekanntgabe der Kaufabsicht mit 35,11% und 34,4%.⁸⁹² BIMBERG(2009) begründet dies mit aufkommenden Übernahmespekulationen bei den beiden Angebotsarten.⁸⁹³ Zusätzlich untersucht der Autor noch, wie viel Prozent beim Squeeze-out mehr bezahlt wird als beim vorherigen Angebot. Besonders deutlich fällt der Zuschlag mit 45,32% bei Erwerbsangeboten aus. Nach Pflichtangeboten wird im Squeeze-out 6,51%, nach Übernahmeangeboten 14,48% mehr gezahlt als beim vorherigen Angebot.

⁸⁹¹ Die Prämien der 24 Erwerbsangebote bewegen sich zwischen -4,59% und 101,11%, die der 28 Pflichtangebote zwischen -18,79% und 79,59% und die der 36 Übernahmeangebote zwischen -23,77% und 170,59%

⁸⁹² Die Referenzaktienkurse für die Prämienberechnung sind bei den hier erwähnten Prämien nach der operation blanche bereinigt.

⁸⁹³ Vgl. BIMBERG(2009), S. 227.

4.2.3 US-amerikanische Übernahmestudien

Der wohl am intensivsten erforschte Übernahmemarkt ist – ablesbar an der Vielzahl der Studien und der darin enthaltenen jeweiligen Fallzahlen – der US-amerikanische Übernahmemarkt. Eine der ersten Studien aus dem Jahre 1980 stammt von BRADLEY(1980), der 161 erfolgreiche cash tender offers (Barangebote) untersucht hat, die zwischen Juli 1962 und Dezember 1977 angekündigt wurden. Er errechnet eine durchschnittliche Prämie, bezogen auf den Kurs, der 41 Börsentage vor der Ankündigung liegt, von 49%. Übernahmeangebote bringen also für die Aktionäre der Zielgesellschaft einen Wertzuwachs, wohingegen der Anbieter zunächst mit einem Verlust zu rechnen hat. Diesen Verlust beziffert BRADLEY(1980) auf 13%, da der Wertzuwachs einen Monat nach der Abwicklung des Angebots nur bei 36% liegt, und die Aktie mit einer Prämie von 49% gekauft wurde. Dies heißt aber laut BRADLEY(1980) nicht, dass die Übernahme für den Anbieter generell keinen Gewinn erbringt, sondern dass der Gewinn dann durch einen internen Transfer realisiert wird.⁸⁹⁴ REUL(1991) sieht hierin ein Indiz für die Ausbeutung der Minderheitsaktionäre, da diese nicht an den noch nicht im Börsenkurs enthaltenen Wertpotentialen partizipieren dürfen.⁸⁹⁵

Eine weitere vielzitierte Studie von NATHAN/O'KEEFE(1989) analysiert die 681 erfolgreichen Übernahmen, die zwischen 1963 und 1985 angekündigt wurden. Dabei werden die Übernahmen in cash tender offers (Barangebote), in stock tender offers (Tauschangebote) und cash mergers (Bargeld-Fusionen) unterteilt. Ziel der Arbeit ist es zu untersuchen, wie sich die Prämie, die sich auf den Stichtagskurs 60 Börsentage vor der Ankündigung bezieht, im Zeitablauf entwickelt. Dazu werden die beiden Zeitfenster von 1963 bis 1973 und 1974 bis 1985 gegenübergestellt. Bei Barangeboten ist die durchschnittliche Prämie in dieser Zeit von 41% auf 75% angestiegen, bei Tauschangeboten von 32% auf 67% und bei cash mergers von 29% auf 70%. NATHAN/O'KEEFE(1989) begründen den Anstieg damit, dass es zu einem stärkeren Wettbewerb auf dem Markt für Unternehmensübernahmen gekommen ist. Dies zeigt sich auch an der Anzahl der Transaktionen im Zeitablauf, denn von 1963 bis 1973 kam es zu 287 Übernahmen. Von 1974 bis 1985 stieg die Zahl auf 394.

BETTON/ECKBO(2000) analysieren die Prämien von Übernahmeangeboten zwischen 1971 und 1990 und richten dabei ihr Augenmerk besonders auf die Unterteilung in freundliche,

⁸⁹⁴ Vgl. BRADLEY(1980), s. 367 Fn. 25.

⁸⁹⁵ Vgl. REUL(1991), S. 204f.

feindliche und neutrale Angebote sowie auf konkurrierende Angebote. Die Prämie wird dabei als durchschnittliche prozentuale Abweichung des Angebotspreises vom Kurs, der 60 Börsentage vor der Ankündigung der Übernahme liegt, ermittelt. Für die 697 Übernahmen, bei denen es sich nicht um konkurrierende Angebote handelt, beträgt die durchschnittliche Prämie 51,29%, der Median 44%. Hat der Anbieter dabei die Unterstützung des Managements der Zielgesellschaft, beträgt die durchschnittliche Prämie 60,39%, bei feindlichen Angeboten lediglich 39,21%. Die Ablehnung des Angebots durch das Management der Zielgesellschaft wird von den Autoren mit der niedrigeren Prämie im Vergleich zu den anderen Angeboten begründet.⁸⁹⁶ Bei konkurrierenden Angeboten realisieren die Aktionäre der Zielgesellschaft im Durchschnitt eine Prämie von 73,93%. Im Gegensatz zu Angeboten mit nur einem Anbieter liegt die Prämie bei feindlichen Angeboten mit 84,03% über der von freundlichen Angeboten mit 72,78%. Dies deutet laut BETTON/ECKBO(2000) darauf hin, dass das Management sich gerade bei konkurrierenden Angeboten erfolgreich für höhere Übernahmeprämien einsetzt.⁸⁹⁷ In einer weiterführenden Studie von BETTON/ECKBO/THORBURN(2008), die 4889 konkurrierende Angebote zwischen 1980 und 2002 analysieren, liegt die durchschnittliche Prämie dieser Angebote mit 48% deutlich unterhalb der vorherigen Studie.⁸⁹⁸

GONDHALEKAR/SANT/FERRIS(2004) analysieren Barangebote, die von 1973 bis 1999 für Unternehmen unterbreitet werden, die an der Nasdaq kotiert sind. Für die Gesamtstichprobe beträgt die durchschnittliche Prämie 53%, bezogen auf den Kurs, der 40 Tage vor der Ankündigung liegt. Die Höhe der Prämie bewegt sich zwischen dem Minimum von 22% im Jahr 1991 und dem Maximum von 103% im Jahr 1976. Im Zeitablauf sinkt diese Prämie allerdings von 74% in den 1970er, über 56% in den 1980er auf 47% in den 1990er. Die Höhe der Prämie kann laut den Autoren vor allem durch Agency-Effekte, wie zum Beispiel Hybris erklärt werden, die sich im Zeitablauf reduziert haben.⁸⁹⁹

Die Differenzierung zwischen Kauf- und Tauschangeboten ist Untersuchungsgegenstand bei DAVIDSON/CHENG(1997). Dazu werden zwischen 1981 und 1987 219 Übernahmen identifiziert, bei denen sowohl die Zielgesellschaft als auch der Anbieter börsennotiert sind. Während alle Übernahmen zusammengenommen eine durchschnittliche Prämie von 38%,

⁸⁹⁶ Vgl. BETTON/ECKBO(2000), S. 10.

⁸⁹⁷ Vgl. BETTON/ECKBO(2000), S. 10.

⁸⁹⁸ Die Prämie bei BETTON/ECKBO/THORBURN(2008) bezieht sich allerdings auf den Stichtagskurs, der 42 Tage vor der Ankündigung der Übernahmeabsicht liegt.

⁸⁹⁹ Vgl. GONDHALEKAR/SANT/FERRIS(2004), S. 737ff. Einen weiteren Nachweis des Zusammenhangs zwischen Hybris und der Höhe der Übernahmeprämien liefern HAYWARD/HAMBRICK(1997).

bezogen auf den Aktienkurs direkt vor der Ankündigung, generieren, gibt es deutliche Unterschiede zwischen Kauf- und Tauschangeboten. Werden den Aktionären der Zielgesellschaft Aktien zum Tausch angeboten, so erzielten diese eine durchschnittliche Prämie von 29,25%, wohingegen bei Kaufangeboten ein Gewinn von 39,93% realisiert wurde. Der doch sehr deutliche Unterschied wird damit erklärt, dass die Aktionäre bei einem Barangebot erheblichere Steuernachteile hinnehmen müssen als bei einem Tauschangebot.⁹⁰⁰

Wie sich Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft auf die Prämienhöhe auswirken, ist Gegenstand der Untersuchung von FLANAGAN/O'SHAUGHNESSY(2003). Dazu werden diejenigen Übernahmen von Industrieunternehmen analysiert, die zwischen 1986 und 1995 stattfinden. Für die 285 betrachteten Fälle beträgt die durchschnittliche Prämie, bezogen auf den Aktienkurs 4 Wochen vor dem Ankündigungstag, 52,28%. Die Prämien sind 12,05% höher, wenn zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft bereits eine Verbindung besteht, was daran liegt, dass bei derartigen Übernahmen höhere Synergiegewinne zu erwarten sind.⁹⁰¹ Von der Vielzahl der möglichen Abwehrmaßnahmen werden im Speziellen der Einsatz von Poison Pills und die Suche nach einem White Knight als Einflussfaktoren untersucht. Kommen Poison Pills zum Einsatz, so steigert dies die durchschnittliche Prämie um 14,16%, ein White Knight, der der Zielgesellschaft bei einem feindlichen Übernahmeangebot zu Hilfe eilt, sorgt für einen Prämienanstieg um 17,97%.

Die bisherigen Prämien bezogen sich alle auf den Zeitpunkt der Ankündigung der Übernahme. COTTER/ZENNER(1994) dagegen errechnen auch diejenigen Prämien, die sich auf den Zeitpunkt der ersten Übernahmerüchte beziehen. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich von 1988 bis 1991 und beinhaltet 141 Übernahmeangebote. Die durchschnittliche Übernahmeprämie beträgt 60% mit einem Median von 55%, wenn auf den Tag der ersten Übernahmerüchte abgestellt wird, und durchschnittlich 52% (Median 51%), wenn der Tag der Ankündigung der Übernahme herangezogen wird. Der Prämienunterschied wird kleiner, wenn nur auf freundliche Übernahmeangebote abgestellt wird. Bezogen auf den Tag der ersten Übernahmerüchte realisieren die Aktionäre der Zielgesellschaft eine durchschnittliche Prämie von 55%, bezogen auf den Ankündigungstag 52%. Bei feindlichen Angeboten ergeben sich dagegen Prämien in Höhe von 67% und 54%. Es zeigt sich also, dass gerade bei feindlichen Angeboten Übernahmerüchte eine große Rolle spielen.

⁹⁰⁰ Vgl. DAVIDSON/CHENG(1997), S. 472, KAPLAN(1989), S. 627. Dem entgegengesetzt weisen GILSON/SCHOLES/WOLFSON(1988) nach, dass bei Tauschangeboten in den USA keine nennenswerten Steuervorteile erzielt werden, die nicht auch anderweitig erreicht werden könnten.

⁹⁰¹ Vgl. FLANAGAN/O'SHAUGHNESSY(2003), S. 575f.

Den Einfluss des Anteilsbesitzes des Anbieters an der Zielgesellschaft auf die Höhe der Prämie erforschen BATES/LEMMON/LINCK(2006). Dazu werden die 4079 freeze-out Transaktionen, die zwischen 1988 und 2003 angekündigt werden, unterteilt in 3732 Fälle, in denen der Anbieter noch kein Aktionär der Zielgesellschaft ist, in 186 Fälle, in denen der Anbieter Minderheitsaktionär der Zielgesellschaft ist, und in 161 Fälle, in denen der Anbieter bereits der Mehrheitsaktionär ist. Die ermittelte Prämie bezieht sich bei dieser Studie auf den Börsenkurs, der 42 Tage vor der Ankündigung der Übernahme liegt. Sofern der Anbieter noch kein Aktionär der Zielgesellschaft ist, beträgt die durchschnittliche Prämie 50,1%. Anbieter, die bereits als Minderheitsaktionäre beteiligt sind, zahlen im Durchschnitt eine Prämie von 39,9%. Liegt die Beteiligung zwischen 50% und 89,5%⁹⁰², so sinkt die Prämie auf 28,3%. Wenn die Beteiligung über 89,5% liegt, fällt die Prämie sogar auf 10,1%. Es zeigt sich bei dieser Untersuchung, dass mit steigendem Anteilsbesitz die Prämie für die Aktionäre der Zielgesellschaft deutlich sinkt.

OFFICER(2003) untersucht für Übernahmen zwischen 1998 und 2000 den Einfluss von termination fees (Zahlungen, die bei gescheiterten Übernahmen durch die Zielgesellschaft zu entrichten sind) auf die Prämienhöhe. Für die Gesamtstichprobe von 2212 Übernahmen beträgt die durchschnittliche Prämie, bezogen auf 43 Tage vor der Ankündigung der Übernahme, 55,10%. Bei 1240 Übernahmen, bei denen eine termination fee vereinbart wurde, beläuft sich die durchschnittliche Prämie auf 58,7%, bei den übrigen Fällen auf 52,21%. Besonders deutlich ist der Unterschied bei konkurrierenden Angeboten, zumindest dann, wenn ein starker Wettbewerb um die Zielgesellschaft entbrennt. Ist in diesen Fällen eine termination fee vereinbart, so beträgt die durchschnittliche Prämie 68%. Ist keine derartige Zahlungsvereinbarung getroffen, liegt die durchschnittliche Prämie nur noch bei 33%.

SUBRAMANIAN(2004) untersucht diejenigen freeze-outs, die zwischen 2001 und 2004 stattfinden. In die Untersuchung wurden nur diejenigen Übernahmen einbezogen, bei denen der Anbieter mehr als 35%, aber weniger als 90% an der Zielgesellschaft besitzt.⁹⁰³ Im Durchschnitt besitzt der Anbieter bei dieser Stichprobe 64,7% an der Zielgesellschaft. Die durchschnittliche Prämie beläuft sich im Vergleich zum Aktienkurs einen Tag vor der Ankündigung auf 48,7%, eine Woche vor der Ankündigung auf 51,6% und vier Wochen vor dem Ankündigungstag auf 47,3%

⁹⁰² Bei 90% könnte der Anbieter einen sog. short-form merger durchführen, bei dem der Anbieter nicht die Zustimmung der Minderheitsaktionäre benötigt, um diese aus der Gesellschaft zu drängen. Vgl. dazu SUBRAMANIAN(2004), S. 3.

⁹⁰³ Bei 61,8% der Angebote war eine Mindestannahmequote von 90% Bedingung des Angebots.

Die Untersuchung mit dem längsten Untersuchungszeitraum, der sich von 1950 bis 2006 erstreckt, stammt von AKBULUT/MATSUSAKA(2010). Die Übernahmeprämie wird dabei definiert als die prozentuale Abweichung des Angebotspreises vom Aktienkurs der Zielgesellschaft einen Börsentag vor der Ankündigung der Übernahme und beträgt für den Fall, dass Anbieter und Zielgesellschaft nicht verbunden sind, im Durchschnitt 52%, bei bereits verbundenen Unternehmen 55%. Bei Betrachtung der verschiedenen Zeitabschnitte zeigt sich, dass die Prämie von den 1950er bis zu den 1970er stark ansteigt⁹⁰⁴ und dann auf relativ hohem Niveau zwischen 44% und 64% bei noch nicht verbundenen und zwischen 44% und 69% bei bereits verbundenen Unternehmen schwankt.

4.2.4 Länderübergreifende Übernahmestudien

DOBBS/GOEDHART/SUONIO(2007) untersuchen den Verlauf der Prämien weltweit im Zeitablauf und konnten feststellen, dass die durchschnittlichen Prämien⁹⁰⁵ in den späten 1990er Jahren um die 30% lagen, während sie im Jahr 2007 um die 20% herum liegen. Dies hängt laut den Autoren damit zusammen, dass die heutigen Übernahmen weniger stark überbezahlt sind als noch in den 1990er Jahren.⁹⁰⁶ Niedrigere Übernahmeprämien können auch damit zusammenhängen, dass die Kurse der Zielgesellschaften heute eher ihren fairen Wert widerspiegeln.

CAO(2008) untersucht 5305 Übernahmen, die weltweit zwischen 1995 und 2007 stattfinden. Er unterteilt die Gesamtstichprobe dabei in Leverage Buyouts (LBOs) und sonstige M&A Transaktionen. Die durchschnittliche Prämie beläuft sich für LBOs im Vergleich zum Aktienkurs einen Tag vor der Ankündigung auf 17,25 %, eine Woche vor der Ankündigung auf 22,25 % und einen Monat vor dem Ankündigungstag auf 28,19%. Für die sonstigen M&A Transaktionen sind die Werte wesentlich höher, nämlich bei 23,62% (t=-1T), 29,84% (t=-1W) und 37,65% (t=-1M). Werden LBOs von einem Konsortium aus verschiedenen Private Equity-Gesellschaften unterbreitet, so sind die Prämien bis zu 7% höher, als wenn die Übernahme nicht durch ein derartiges Konsortium erfolgt. Noch deutlicher ist der Prämienunterschied von bis zu 13%, wenn zwischen einem LBO in den USA und einem LBO

⁹⁰⁴ Zwischen 1956 und 1958 beträgt die durchschnittliche Prämie lediglich 12%, während sie zwischen 1974 und 1976 bei 63% liegt.

⁹⁰⁵ In der Studie wird als durchschnittliche Prämie der Median der prozentualen Abweichung der Gegenleistung von Aktienkurs 1 Woche vor der Ankündigung definiert.

⁹⁰⁶ Vgl. DOBBS/GOEDHART/SUONIO(2007), S. 11. Zu einem anderen Ergebnis kommt JANSEN(2008), der die steigenden durchschnittlichen Prämien mit Hybris begründet, Vgl. JANSEN(2008), S. 66f.

außerhalb der USA differenziert wird. Ein Ländervergleich der Prämien bezogen auf $t=-1T$ zeigt, dass Italien bei den LBO-Prämien eindeutig mit 2,22% das Schlusslicht bildet, gefolgt von Deutschland mit 9,04%. Den größten Gewinn erzielen die Aktionäre in den USA mit über 25%. Werden LBO ausgeklammert und die übrigen M&A Transaktionen betrachtet, so liegt Italien mit 8,46% wieder deutlich hinter Deutschland mit 13,91% zurück. Spitzenreiter ist wie schon bei den LBOs wieder die USA mit einer durchschnittlichen Prämie von 30,55%.⁹⁰⁷

Die unterschiedlichen Kapitalmarktsituationen und gezahlten Prämien in Japan, Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA ist Untersuchungsgegenstand bei JACKSON/MIYAJIMA(2007). Dazu werden die Übernahmetransaktionen untersucht, die in diesen Ländern zwischen 1991 und 2005 stattfinden. Der gesamte Untersuchungszeitraum wird dabei aufgeteilt in den Zeitraum von 1991 bis 1999 und von 2000 bis 2005. Im ersten Zeitraum liegt wie schon bei den vorherigen Studien die USA mit einer durchschnittlichen Prämie von 58,1% bezogen auf den Aktienkurs 4 Wochen vor der Ankündigung ganz klar an der Spitze, gefolgt von Großbritannien mit 35,1% und Frankreich mit 30,6%. Deutschland liegt mit 18,3% deutlich dahinter. In Japan realisieren Aktionäre bei Übernahmen von 1991 bis 1999 sogar einen Vermögensverlust von 2,1%. Die negative Prämie ist in Japan dem fehlenden Minderheitenschutz zuzurechnen und der Tatsache, dass es in Japan üblich ist, durch große Paketverkäufe einen Eigentümerwechsel herbeizuführen, unter Ausklammerung der bestehenden Minderheiten.⁹⁰⁸ In den Jahren von 2000 bis 2005 steigen die durchschnittlichen Prämien in Japan auf 1,78% und in Deutschland auf 24,1%. Die Prämien der anderen drei betrachteten Länder sinken hingegen: in Frankreich auf 22,3%, in Großbritannien auf 34,4% und in den USA auf 40,8%.

Mit Ausnahme von Japan untersucht DOMBRET(2006) die gleichen Länder im Zeitfenster von 1996 bis 2004. Dazu wurden für die 5698 Übernahmen die Prämien als prozentuale Abweichung der Gegenleistung vom Börsenkurs einen Tag vor der Ankündigung und vier Wochen vor der Ankündigung ermittelt. Im Unterschied zur vorher vorgestellten Untersuchung liegt die USA mit 36,03% (für $t=-4$ Wochen) zwar noch an der Spitze der betrachteten Gruppe, jedoch nicht mit einem deutlichen Unterschied zu Großbritannien mit 35,76%. Auch Deutschland mit 24,77% und Frankreich mit 24,09% liegen sehr dicht

⁹⁰⁷ Für einen genauen Überblick über die Prämienhöhen in den einzelnen Ländern vgl. CAO(2008), S. 35.

⁹⁰⁸ Vgl. JACKSON/MIYAJIMA(2007), S. 21. Dies wird besonders deutlich bei einem Blick auf die Anzahl der Transaktionen in Japan im Zeitablauf. So werden im Jahr 1993 beispielsweise nur 141 derartige Transaktionen durchgeführt, wohingegen die Zahl im Jahr 2005 auf 1697 angestiegen ist. Von den zwischen 1990 und 1998 lancierten 48 Übernahmeangeboten wurden nur 23 zu einem Preis unterbreitet, der über dem Börsenkurs der Zielgesellschaft liegt. Vgl. dazu KOMOTO(2002), S. 12.

beieinander. Ein völlig anderes Bild zeigt die Prämie, die sich auf den Tag vor der Ankündigung bezieht. Hier liegt Großbritannien mit 30,06% deutlich vor den USA mit 25,82%. In Frankreich mit 17,55% und in Deutschland mit 16,11% erzielen die Aktionäre wieder ähnlich hohe Prämien. Was deutlich wird, ist die Tatsache, dass die Prämien nahe am Ankündigungstag kleiner werden. Dies deutet darauf hin, dass Insider am Markt aktiv sind, die für gestiegene Aktienkurse und somit für kleinere Prämien verantwortlich sind. Eine Unterscheidung in cross border Transaktionen und solchen, die im eigenen Land stattfinden, zeigt, dass ausländische Anbieter den Aktionären der Zielgesellschaft mehr zahlen müssen. Wird auf den Tag vor der Ankündigung angestellt, beträgt die Renditedifferenz 5,17 Prozentpunkte, vier Wochen vor der Ankündigung sogar 9,27 Prozentpunkte. Die Ausnahme bildet Frankreich, was der Autor mit der starken Privatisierungswelle im Untersuchungszeitraum begründet.⁹⁰⁹

Eine der weitreichendsten Studien stammt von J.P.MORGAN(2008), die zwischen 1995 und 2008 die Übernahmen in Europa und in den USA untersuchen und miteinander vergleichen. Schweizer Transaktionen haben bei dieser Untersuchung eher geringe Bedeutung. Von den europäischen Zielgesellschaften sind beispielsweise im dritten Quartal 2008 4% in der Schweiz domestiziert, 14% in Deutschland und 26% in Großbritannien. Ermittelt werden die Prämien, die sich auf einen Tag und einen Monat vor der Ankündigung der Übernahme beziehen. Es werden keine Mittelwerte errechnet, sondern die Mediane. Für Europa liegt der Median im Untersuchungszeitraum einen Tag vor der Ankündigung bei 23,4%, in den USA bei 25,07%. Bezogen auf den Börsenkurs einen Monat vor der Ankündigung wird in Europa eine Prämie von 29,45% erzielt, in den USA eine Prämie von 33,96%. Wie schon in allen vorherigen Studien zeigt sich, dass in den USA die Prämien über denen in Europa gezahlten Prämien liegen. Die Differenz wird allerdings geringer, je näher der Ankündigungstag rückt. Bei der Differenzierung nach der Art der Gegenleistung zeigt sich, dass in den USA der Prämienunterschied zwischen einem reinen Barangebot und einem reinen Tauschangebot nicht so stark ausgeprägt ist wie in Europa. Dieses Ergebnis steht im Gegensatz zu den bisherigen Studien, die für Barangebote auf Grund der steuerlichen Situation in den USA erheblich höhere Prämien errechneten. Bei Barangeboten erzielen die Aktionäre in den USA bei der vorliegenden Studie eine um 0,15 Prozentpunkte höhere Prämie, verglichen mit Tauschangeboten bei Bezugnahmen auf den Kurs einen Monat vor der Ankündigung. Wenn auf den Kurs einen Tag vor der Ankündigung abgestellt wird, so generieren Tauschangebote eine um 1,81 Prozentpunkte höhere Prämie als Barangebote. Bei gemischten Angeboten

⁹⁰⁹ Vgl. DOMBRET(2006), S. 166f.

liegen die Prämien allerdings bis zu 2 Prozentpunkte (bei $t=-1T$) bzw. bis zu 5 Prozentpunkte höher (bei $t=-1M$) als reine Kauf- oder reine Tauschangebote. In Europa allerdings stimmt das Ergebnis wieder mit dem der vorherigen Studien überein. Hier erzielen reine Barangebote eine um 8,22 Prozentpunkte ($t=-1T$) bzw. eine um 11,77 Prozentpunkte ($t=-1M$) höhere Prämie als reine Tauschangebote. Die Prämien der gemischten Angebote liegen um 9,55 Prozentpunkte ($t=-1T$) und um 8,35 Prozentpunkte ($t=-1M$) über denen der reinen Barangebote. Die Unterschiede zu den vorherigen Studien entstehen auch dadurch, dass bei anderen Studien die Prämien als Durchschnitte angegeben werden und bei der vorliegenden Studie als Mediane.

4.3 Darstellung der eigenen Ergebnisse

Beim Vergleich der in der vorliegenden Arbeit errechneten Übernahmeprämien zeigt sich, dass die tatsächlich realisierten Prämien, die sich bei Zugrundelegung des Vollzugspreises errechnen, höher sind als diejenigen, die sich bei Berücksichtigung des Wertes des Angebots am Ankündigungstag ergeben. Wie aus Tabelle 21 zu entnehmen ist, liegt mit Ausnahme der Stichtagsprämie 12 Monate vor der Ankündigung der Übernahmeabsicht keine der übrigen Prämien über 20%. Das bedeutet, dass die in der Schweiz gezahlten Prämien unterhalb des europäischen Durchschnitts liegen und damit auch unterhalb des Durchschnitts in den USA.

	Vollzugspreis		Wert in t=0		Vollzugspreis volumenber.		Wert in t=0 volumenber.	
	Durchschnitt	Median	Durchschnitt	Median	Durchschnitt	Median	Durchschnitt	Median
t=-1T	12,02%	10,72%	8,93%	3,80%	–	–	–	–
t=-20T	18,59%	14,62%	15,77%	9,59%	–	–	–	–
t=-3M	19,34%	18,30%	16,83%	13,86%	–	–	–	–
t=-6M	17,79%	15,43%	15,03%	9,35%	–	–	–	–
t=-12M	24,72%	23,28%	21,58%	17,20%	–	–	–	–
Ø20T	18,25%	14,86%	15,58%	9,76%	17,34%	12,51%	14,55%	8,43%
Ø3M	19,45%	16,58%	16,98%	11,58%	17,87%	14,87%	15,21%	9,40%
Ø6M	18,89%	18,49%	16,37%	15,01%	17,51%	17,34%	14,75%	10,57%
Ø12M	18,76%	17,78%	16,05%	12,26%	16,64%	14,76%	13,68%	10,71%

Tab. 21: Angebotsprämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz

Die Prämien, die sich bei Zugrundelegung der Durchschnittskurse errechnen, liegen sowohl kurz-, mittel- als auch langfristig um die 19% bei Berücksichtigung des Vollzugspreises und um die 16% bei Berücksichtigung des Wertes des Angebots am Ankündigungstag. Volumenbereinigt fallen die entsprechenden Prämien ungefähr noch einen Prozentpunkt geringer

aus.⁹¹⁰ Die Stichtagsprämien fallen tendenziell kleiner aus, je näher man an den Ankündigungstag heranrückt. Dies legt die Vermutung nahe, dass auch auf dem Schweizer Kapitalmarkt vor der Ankündigung Insider am Markt agieren bzw. dass Übernahmespekulationen für steigende Kurse und somit geringere Prämien sorgen. Die Aktionäre der Zielgesellschaft erhalten also in Abhängigkeit vom gewählten Vergleichskurs eine Prämie, die zwischen 12,02% und 24,72% bzw. zwischen 8,93% und 21,58% liegt, je nachdem ob man die tatsächlich gezahlte Prämie oder die bezogen auf den Ankündigungstag zu beobachtende Prämie berücksichtigt.

Die Mediane der Stichprobe fallen zum Teil erheblich geringer aus als das arithmetische Mittel. Dies zeigt, dass bei der Stichprobe eine rechtsschiefe Verteilung vorliegt. Dies wird besonders deutlich, wenn man sich die Verteilung der Übernahmeprämien betrachtet.⁹¹¹ Eine Übersicht dazu findet sich im Anhang ab Seite 401.

Einen direkten Ländervergleich der Prämien für die Schweiz und Österreich, die sich als prozentuale Abweichung der Gegenleistung vom durchschnittlichen Börsenkurs drei und sechs Monate vor der Ankündigung ergeben, zeigt Abbildung 18.⁹¹²

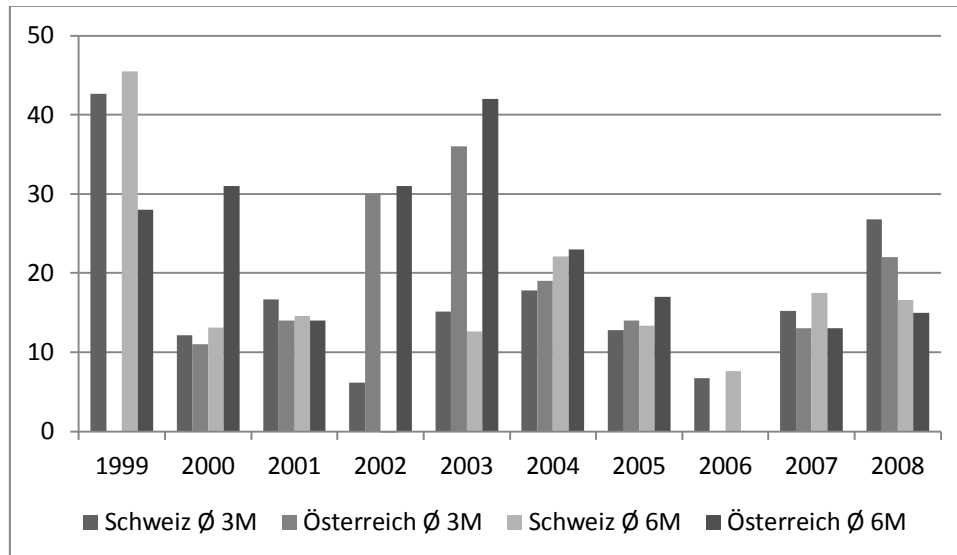


Abb. 18: Schweizerische und österreichische Übernahmeprämien im Vergleich

⁹¹⁰ Generell sind die volumenbereinigten Prämien für die meisten noch folgenden Teilstichproben geringer als die unbereinigten Prämien.

⁹¹¹ Eine besonders niedrige Prämie bei einem einzelnen Unternehmen kann auch bedeuten, dass diese Gesellschaft bereits vor der Übernahme als potentieller Übernahmekandidat eingestuft wurde und damit die Übernahmeprämie bereits im Kurs eingepreist ist.

⁹¹² Die Prämien für Österreich können auf der Homepage der österreichischen Übernahmekommission unter www.takeover.at abgerufen werden. Der österreichische Kapitalmarkt wurde zum Vergleich herangezogen, da es hier ähnlich wenige Übernahmen zu verzeichnen gibt wie in der Schweiz. Die genauen Zahlen finden sich ebenfalls auf der Homepage der österreichischen Übernahmekommission. Die Schweizer Prämien beziehen sich auf den Vollzugspreis.

Im Zeitablauf weisen die Prämien für beide Länder einen insgesamt eher fallenden Trend auf, der erst zum Ende des Untersuchungszeitraumes hin wieder durchbrochen wird. Für den gesamten Untersuchungszeitraum liegen die österreichischen Prämien mit 19,91% (Ø3M) und 23,72% (Ø6M) über den schweizerischen Prämien, unabhängig davon, ob man von der am Ankündigungstag zu beobachtenden Prämie oder von der tatsächlich gezahlten Prämie ausgeht. Dies zeigt nochmals, welchen schlechten Stand Minderheitsaktionäre bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz im Vergleich zu Aktionären in anderen Ländern haben.⁹¹³

Bei Betrachtung der schweizerischen Übernahmeprämien im Zeitablauf für die kurze Frist, d.h. für die Vergleichskurse $t=-1T$ und $\text{Ø}20T$ zeigt sich in Abbildung 19 ein ähnlicher Trend wie in Abbildung 18, besonders wenn nicht auf den Vollzugspreis, sondern auf den Wert des Angebots am Ankündigungstag bei der Prämienberechnung abgestellt wird. Zunächst kommt es tendenziell zu einem Anstieg der Prämien bis 2001. Danach sinken sie, bis sie schließlich 2004 mit -7,16% ($t=-1T$) in den negativen Bereich hineinreichen, um dann wieder deutlich auf 20,81% ($t=-1T$) im Jahr 2008 zu steigen. Vergleicht man zusätzlich den Verlauf des SPI im Zeitablauf, wird deutlich, dass genau dann besonders hohe kurzfristige Prämien bezahlt werden, wenn der SPI fällt.

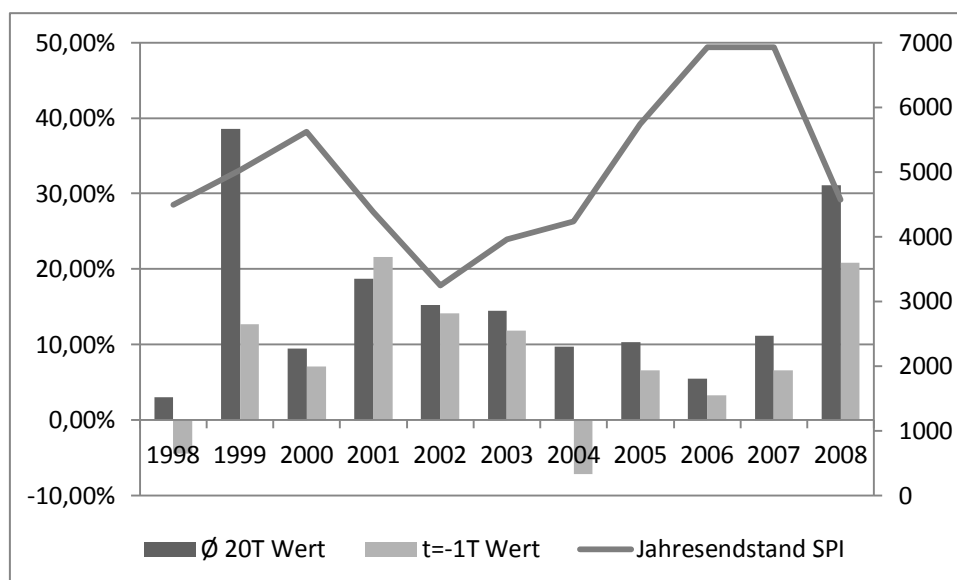


Abb. 19: Entwicklung der kurzfristigen Angebotsprämien im Zeitablauf

⁹¹³ So konnten ROSSI/VOLPIN(2003) bereits nachweisen, dass Übernahmeprämien in Ländern mit ausgeprägtem Aktionärsschutz signifikant höher sind als in Ländern mit geringerem Minderheitenschutz, vgl. ROSSI/VOLPIN(2003), S. 11ff.

Dies deutet bereits jetzt darauf hin, dass die Angebote, die in den Verlauf fallender Kurse platziert sind, durch eine hohe Prämie, bezogen auf eine kurze Frist, nur den Anschein erwecken, für die Minderheitsaktionäre von Gewinn zu sein.

Die langfristigen Prämien, d.h. diejenigen bei den Vergleichskursen $t=-12M$ und $\emptyset 12M$, zeigen eine ähnliche Entwicklung im Zeitablauf wie der Verlauf des SPI, was in Abbildung 20 wieder für die Betrachtung der Prämien am Ankündigungstag besonders deutlich wird. Dies bedeutet, dass langfristig orientierte Aktionäre bei Übernahmeangeboten in Boom-Phasen deutlich mehr Gewinn erzielen als bei Übernahmeangeboten, die in Krisenjahren platziert werden. Einen Überblick über alle errechneten Prämien im Zeitablauf findet sich im Anhang ab Seite 322.

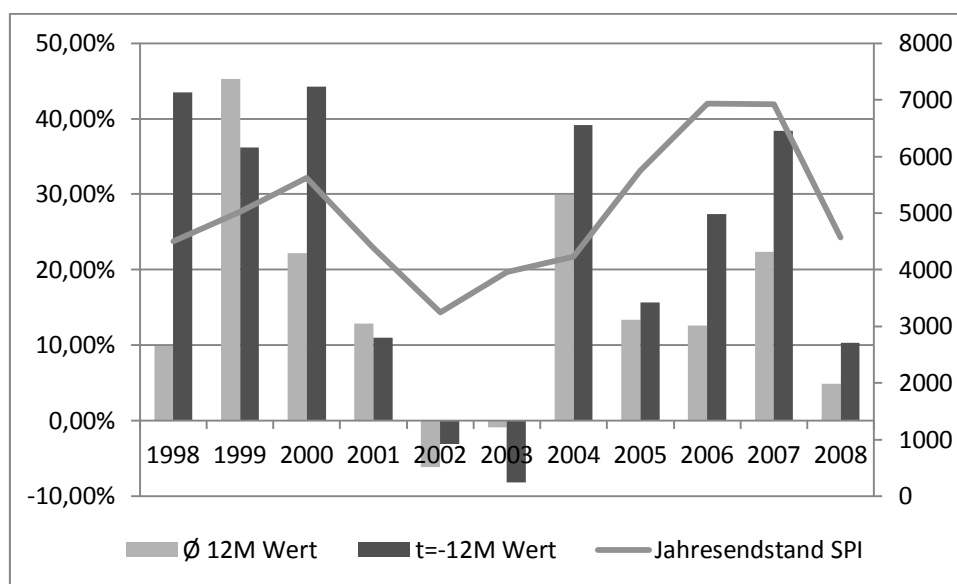


Abb. 20: Entwicklung der langfristigen Angebotsprämien im Zeitablauf.

Bei der bisherigen Prämienbetrachtung sind alle in der Schweiz zwischen 1998 und 2008 lancierten Übernahmeangebote enthalten. Wie auch schon vorherige Studien gezeigt haben, unterschieden sich die einzelnen Prämien doch sehr stark, was in vielen Fällen auf transaktionsspezifische Gründe zurückzuführen ist. Deshalb sollen im Folgenden Teilstichproben gebildet werden, innerhalb derer die Prämien besser miteinander vergleichbar sind.

In einem ersten Schritt werden zunächst alle Unternehmen aus der Gesamtstichprobe abgesondert, deren Aktien im jeweils betrachteten Zeitraum als illiquide einzustufen sind.⁹¹⁴ Denn gerade bei Unternehmen mit illiquiden Aktien sind oft besonders viele nicht-fundamentalarientierte Händler investiert, was wiederum zur Folge hat, dass sich bei diesen Unternehmen die Börsenkurse besonders stark vom wahren Wert entfernen können.⁹¹⁵ Dies führt dazu, dass anhand der Höhe der Übernahmeprämie nur erschwert eine Aussage über die Angemessenheit des Angebots gemacht werden kann. CORNELLI/LI(2002) weisen nach, dass liquide Aktien eine geringere Übernahmeprämie aufweisen als illiquide Aktien. Dies beruht auf der Tatsache, dass ein Angebot erfolgreicher ist, wenn Risikoarbitrageure kommen. Bei liquiden Aktien kommen mehr von diesen Akteuren, was wiederum bedeutet, dass Angebote für liquidere Aktien eher erfolgreich sind, und damit keine so hohe Übernahmeprämie notwendig ist.⁹¹⁶

Im Gegensatz zur Untersuchung von CORNELLI/LI(2002) erzeugen hier Übernahmeangebote für illiquide Aktien nicht für alle untersuchten Vergleichskurse generell größere Prämien. Tabelle 22 zeigt, dass bei Betrachtung der Durchschnittskurse sowohl auf lange als auch auf kurze und mittelfristige Sicht hin die Prämien bei illiquiden Titeln größer sind.⁹¹⁷ Bei Berücksichtigung von Stichtagskursen allerdings generieren liquide Aktien in einigen Fällen höhere Übernahmeprämien. Dieses Ergebnis lässt sich damit begründen, dass Stichtagskurse für illiquide Aktien oft keine ausreichende Aussagekraft besitzen und in einigen Fällen durch extreme Ausreißer gekennzeichnet sein können. Jedoch sind die Prämienunterschiede mit Ausnahmen der Stichtagsprämie $t=-12M$ (Vollzug) nicht signifikant.⁹¹⁸

⁹¹⁴ Der Liquiditätsbegriff orientiert sich wieder - wie bereits beschrieben - an der Anzahl Handelstage im Untersuchungszeitraum. Folgende Unternehmen werden als illiquide eingestuft: Haldengut(1999), Calanda(1999), Romande Energie(1999), Société Immobilière Genevoise(1999), Bucherer(2000), Orior(2000), Messe Zürich(2001), Société Montreux-Palace(2001), Baumgartner(2002), Cementia(2002), Netstal(2002), Aletsch(2004), Bon appetit(2004), Gerolag (2004), Optic (2004), Pelham(2004), Büro Furrer(2005), EIC(2005), Gornergrat(2005), Regedo(2005), Société Montreux-Palace(2006), GNI(2007), Henniez(2007), Golay(2008). Für die Schweiz wird angenommen, dass der Markt nur im Bereich der SMI-Titel sowie der liquiden SPI-Titel als effizient einzustufen ist, vgl. SCHENKER(2009), S. 3.

⁹¹⁵ Vgl. HÜFFER/SCHMIDT-ABMANN/WEBER(2005), S. 160.

⁹¹⁶ Vgl. CORNELLI/LI(2002), S. 858f.

⁹¹⁷ Die Differenzwerte werden um bis zu 2,75 Prozentpunkte kleiner, wenn volumenbereinigte Kurse bei der Prämienberechnung berücksichtigt werden.

⁹¹⁸ Bei den folgenden Ausführungen werden anhand folgender Zeichen die unterschiedlichen Signifikanzniveaus dargestellt: * = 10%-Niveau, ** = 5%-Niveau, *** = 1%-Niveau. Sofern in den folgenden Tabellen und Abbildungen von „Vollzug“ die Rede ist, bezieht sich die Übernahmeprämie auf den Vollzugspreis; sollte von „Wert“ die Rede sein, wird auf den Wert des Angebots am Ankündigungstag abgestellt.

Vergleichskurs	illiquide Aktien	liquide Aktien	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	illiquide Aktien	liquide Aktien	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	23,08%	17,47%	5,61	t=-12M Wert	14,69%	23,43%	-8,73
Ø12M Wert	23,41%	13,74%	9,66	t=-6M Vollzug	19,57%	17,33%	2,24
Ø6M Vollzug	22,72%	17,86%	4,86	t=-6M Wert	19,61%	13,80%	5,81
Ø6M Wert	22,94%	14,31%	8,63	t=-3M Vollzug	17,80%	19,74%	-1,94
Ø3M Vollzug	22,53%	18,53%	4,00	t=-3M Wert	17,81%	16,56%	1,25
Ø3M Wert	22,69%	15,19%	7,50	t=-20T Vollzug	21,79%	17,80%	3,99
Ø20T Vollzug	21,42%	17,34%	4,09	t=-20T Wert	20,25%	14,57%	5,68
Ø20T Wert	19,72%	14,28%	5,44	t=-1T Vollzug	7,37%	13,22%	-5,85
t=-12M Vollzug	15,15%	27,20%	-12,05*	t=-1T Wert	5,77%	9,78%	-4,01

Tab. 22: Prämien illiquider und liquider Aktien

Da sich also gezeigt hat, dass nicht generell von einer Überschätzung der Prämien bei illiquiden Aktien ausgegangen werden kann, und die Differenzen zwischen den Prämien liquider und illiquider Aktien nicht signifikant sind, sind in den folgenden Untersuchungen die Prämien der illiquiden Aktien wieder enthalten. Die errechneten Prämien der folgenden Analysen bei Ausschluss der illiquiden Aktien können im Anhang ab Seite 322 nachgeschlagen werden.

4.3.1 Erfolg des Angebots

CORNELLI/LI(1998) weisen nach, dass der Erfolg eines Übernahmeangebots umso größer ist, je höher die Übernahmeprämie ausfällt.⁹¹⁹ Auf der anderen Seite könnte eine hohe Übernahmeprämie aber auch den Erfolg gefährden, denn sie könnte ein Signal sein, dass der Anbieter der Ansicht ist, dass nach dem Angebot der Unternehmenswert derart gesteigert werden kann, dass eine solche Prämie gerechtfertigt ist. Für die Aktionäre wäre es in diesem Fall sinnvoll, die Aktien nicht anzudienen, sofern nach dem Angebot nicht mit einer Kraftloserklärung oder einem Squeeze-out Merger zu rechnen ist.⁹²⁰

Um den Zusammenhang zwischen der Höhe der Übernahmeprämie und dem Erfolg des Angebots für die Schweiz zu untersuchen, wird zunächst der Erfolg des Angebots nach Ablauf der regulären Angebotsfrist betrachtet. Dazu muss vorab eine Messgröße für den Erfolg definiert werden, um alle Angebote miteinander vergleichen zu können. Dazu wird nicht der Stimmrechtsanteil des Anbieters nach Ablauf der Angebotsfrist betrachtet, sondern es wird zunächst die Zahl an Aktien bestimmt, auf die sich das Angebot bezieht. Diese wird mit der Zahl an Aktien ins Verhältnis gesetzt, die während der Angebotsfrist angedient

⁹¹⁹ Vgl. CORNELLI/LI(1999), S. 23f. Zu dem gleichen Ergebnis kommen auch HIRSHLEIFER/TITMAN(1990), S. 302f.

⁹²⁰ Vgl. SCHÄREN(2008), S. 451.

werden. Der Erfolg wird hier demnach als Prozentsatz an angedienten Aktien, auf die sich das Angebot bezieht, definiert. Dabei werden allerdings nur die sich im Publikum befindenden Aktien berücksichtigt. Nicht hinzugezählt werden diejenigen Aktien, die von Aktionären angedient werden, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln, sowie diejenigen Aktien, die der Anbieter zusätzlich über die Börse kauft. Die entsprechenden Werte werden den Angebotsprospekten sowie den Veröffentlichungen der Ergebnisse entnommen.

Anschließend werden die Übernahmeangebote anhand der Erfolgsgröße geordnet und in drei ungefähr gleich große Gruppen eingeteilt. In der ersten Gruppe sind alle Angebote enthalten, deren Erfolgsquote zwischen 73,94% und 98,90% liegt, in der zweiten Gruppe alle mit einer Erfolgsquote zwischen 37,27% und 71,25%. Die Erfolgsquote der dritten Gruppe liegt zwischen 0% und 35,06%. Die entsprechenden Prämien für alle drei Gruppen finden sich im Anhang ab Seite 334. Im Folgenden sollen nur die beiden Randgruppen, d.h. die erste und die dritte Gruppe miteinander verglichen werden.

Vergleichskurs	Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	Gruppe 3 0% bis 35,06%	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	Gruppe 3 0% bis 35,06%	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	22,02%	10,47%	11,55^{**}	t=-12M Wert	16,24%	23,02%	-6,78
Ø12M Wert	20,82%	11,53%	9,29	t=-6M Vollzug	19,29%	12,01%	7,28
Ø6M Vollzug	26,30%	9,55%	16,75^{***}	t=-6M Wert	17,30%	13,44%	3,86
Ø6M Wert	25,81%	10,24%	15,57^{**}	t=-3M Vollzug	21,66%	12,85%	8,81[*]
Ø3M Vollzug	27,19%	10,97%	16,22^{***}	t=-3M Wert	20,80%	13,64%	7,16
Ø3M Wert	26,97%	11,45%	15,52^{***}	t=-20T Vollzug	19,44%	15,36%	4,08
Ø20T Vollzug	28,06%	8,00%	20,06^{***}	t=-20T Wert	16,84%	16,30%	0,54
Ø20T Wert	26,55%	8,34%	18,21^{***}	t=-1T Vollzug	16,77%	3,81%	12,96^{***}
t=-12M Vollzug	18,64%	20,69%	-2,05	t=-1T Wert	14,81%	4,00%	10,81^{**}

Tab. 23: Prämien in Abhängigkeit vom Erfolg nach Ablauf der Angebotsfrist

Wie Tabelle 23 zu entnehmen ist, sind – mit Ausnahme von t=-12M – die Prämien der erfolgreichen Angebote bis zu 20,06 Prozentpunkte und damit teilweise mehr als dreimal höher als die Prämien der weniger erfolgreichen Angebote.⁹²¹ Noch deutlicher wird der Unterschied bei Berücksichtigung des Medians, der bei erfolgreichen Angeboten bis zu fünfmal größer ist. Zudem ist der Anteil der Angebote mit einer negativen Übernahmeprämie bei erfolgreichen Angeboten deutlich geringer als bei der Gruppe der weniger erfolgreichen Angebote. Bezogen auf den Durchschnittskurs sind mit einer Ausnahme (Ø12M Wert) alle Prämienunterschiede signifikant verschieden. Dies kann darauf hindeuten, dass sich die Aktionäre eher von Durchschnittsprämien als von Stichtagsprämien bei der Entscheidung über die Annahme eines

⁹²¹ Bei Betrachtung volumenbereinigter Kurse fällt die Prämien Differenz bis zu 2,78 Prozentpunkte größer aus.

Angebots leiten lassen. Insgesamt zeigt sich, dass ein Angebot, welches eine höhere Prämie bietet, in der regulären Angebotsfrist erfolgreicher verläuft als eines mit einer niedrigeren Prämie.

Nach Ablauf der Angebotsfrist haben diejenigen Aktionäre, die ihre Aktien bisher nicht angedient haben, die Möglichkeit, dies in der Nachfrist nachzuholen. Die Messung des Erfolgs nach Ablauf der Nachfrist erfolgt analog zur Messung des Erfolgs nach Ablauf der regulären Angebotsfrist. Ebenso werden die Angebote wieder in drei ähnlich große Gruppen eingeteilt. Die Erfolgsquote der ersten Gruppe liegt zwischen 93,24% und 99,98%, die der zweiten Gruppe zwischen 61,14% und 92,60% und die der dritten Gruppe zwischen 0% und 56,53%. Tabelle 24 zeigt den Vergleich von Gruppe eins und Gruppe drei.

Vergleichskurs	Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	Gruppe 3 0% bis 56,53%	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	Gruppe 3 0% bis 56,53%	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	22,48%	12,57%	9,91**	t=-12M Wert	16,88%	23,23%	-6,35
Ø12M Wert	19,97%	11,24%	8,73	t=-6M Vollzug	22,00%	13,59%	8,41
Ø6M Vollzug	24,61%	11,03%	13,58**	t=-6M Wert	19,20%	12,45%	6,75
Ø6M Wert	22,90%	9,20%	13,70**	t=-3M Vollzug	21,47%	12,77%	8,70*
Ø3M Vollzug	25,58%	11,38%	14,20**	t=-3M Wert	19,73%	11,01%	8,72*
Ø3M Wert	24,10%	9,73%	14,37**	t=-20T Vollzug	21,67%	15,96%	5,71
Ø20T Vollzug	26,28%	8,94%	17,34***	t=-20T Wert	18,14%	14,60%	3,54
Ø20T Wert	23,57%	6,97%	16,60**	t=-1T Vollzug	18,28%	3,93%	14,35***
t=-12M Vollzug	21,48%	24,24%	-2,76	t=-1T Wert	15,45%	1,92%	13,53***

Tab. 24: Prämien in Abhängigkeit vom Erfolg nach Ablauf der Nachfrist

Im Gegensatz zur vorherigen Untersuchung sind die Prämienunterschiede zwar kleiner, aber dennoch liegen die Prämien der erfolgreichen Angebote – erneut mit Ausnahme von t=-12M – mit bis zu 17,34 Prozentpunkten deutlich über denen der weniger erfolgreichen Angebote.⁹²² Ebenso wie bei der Untersuchung des Erfolgs am Ende der Angebotsfrist sind die Prämienunterschiede vor allem bei Berücksichtigung der Durchschnittskurse signifikant verschieden. Ein direkter Vergleich zwischen dem Erfolg nach Ablauf der Angebotsfrist und dem Erfolg nach Ablauf der Nachfrist wird dadurch erschwert, dass die jeweiligen Gruppen nicht identisch sind. Das bedeutet, dass ein Angebot, welches einen besonders großen Erfolg nach Ablauf der Angebotsfrist aufweist, nicht zwangswise auch nach Ablauf der Nachfrist zu den erfolgreichsten Angeboten zählt.

Insgesamt zeigt die Auswertung, dass diejenigen Anbieter, die später besonders erfolgreich sind, tendenziell höhere Übernahmeprämien offerieren als diejenigen Anbieter, bei denen der Erfolg geringer ausfällt.

⁹²² Volumenbereinigt ist der Prämienunterschied bis zu 2,59 Prozentpunkte größer.

4.3.2 Bewertungsergebnis der Fairness Opinion

Für 25 Unternehmen, bei denen die mittels der DCF-Methode errechnete Wertbandbreite für den Unternehmenswert angegeben ist, können die jeweiligen Übernahmeprämien ermittelt werden. Von diesen Gesellschaften liegt in 10 Fällen der Angebotspreis über der errechneten Bewertungsspanne, in drei Fällen darunter und in den übrigen 12 Fällen liegt er innerhalb der Bewertungsspanne. In Tabelle 25 sind die Übernahmeprämien für diese drei Gruppen aufgeführt.

Vergleichskurs	Angebotspreis > Bewertungsspanne	Angebotspreis < Bewertungsspanne	Angebotspreis in Bewertungsspanne	Vergleichskurs	Angebotspreis > Bewertungsspanne	Angebotspreis < Bewertungsspanne	Angebotspreis in Bewertungsspanne
Ø12M Vollzug	25,04%	23,08%	20,69%	t=-12M Wert	40,20%	1,88%	32,43%
Ø12M Wert	28,33%	13,64%	15,28%	t=-6M Vollzug	23,70%	22,37%	16,60%
Ø6M Vollzug	21,35%	29,04%	20,59%	t=-6M Wert	26,85%	13,66%	11,78%
Ø6M Wert	24,05%	20,02%	15,82%	t=-3M Vollzug	27,45%	25,07%	23,53%
Ø3M Vollzug	19,39%	31,12%	24,54%	t=-3M Wert	31,10%	15,85%	19,52%
Ø3M Wert	21,76%	23,24%	19,75%	t=-20T Vollzug	17,37%	29,60%	23,58%
Ø20T Vollzug	16,40%	29,95%	24,94%	t=-20T Wert	19,42%	20,72%	18,85%
Ø20T Wert	18,28%	21,32%	20,20%	t=-1T Vollzug	11,49%	12,16%	21,74%
t=-12M Vollzug	35,48%	11,44%	39,42%	t=-1T Wert	13,06%	4,38%	17,28%

Tab. 25: Prämien in Abhängigkeit des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode

Auf den ersten Blick zeigt sich ein sehr uneinheitliches Bild. Werden die Ergebnisse im Hinblick auf statistische Unterschiede untersucht, zeigt sich, dass sich die Übernahmeprämien dieser drei Gruppen bei kurzfristiger Betrachtung nicht signifikant unterscheiden. Auf langfristige Sicht hin gibt es dagegen signifikante Unterschiede in der Höhe der Prämie für Ø12M Wert, t=-12M Vollzug und t=-12M Wert. Dabei weisen jeweils die Angebote, bei denen der Angebotspreis unterhalb des errechneten Unternehmenswertes liegt, die geringsten Prämien auf. Dieses Ergebnis zeigt, dass die Angebote, deren Preis unterhalb des Gutachtenwertes der Aktien liegt, für langfristig orientierte Investoren eine geringere Prämie aufweisen als die übrigen Angebote. Diese drei Angebote führten aber dennoch zu dem vom Anbieter gewünschten Erfolg. Im Fall der Ciba (2008) wurden sogar 94,66 Prozent der sich im Publikum befindenden Aktien angedient.⁹²³ Allerdings ist bei der Aussagekraft der Ergebnisse die geringe Fallzahl zu berücksichtigen.

⁹²³ Die hohe Andienungquote im Fall Ciba ist sicherlich auf den zu diesem Zeitpunkt stattgefundenen Marktsturz zurückzuführen.

4.3.3 Konkurrierende Angebote

Im Untersuchungszeitraum wurden insgesamt neun konkurrierende Angebote unterbreitet. Mit Ausnahme des Angebots für die Leica Geosystems Holding im Jahr 2005 siegte beim Übernahmekampf immer der zweite Anbieter. Werden konkurrierende Übernahmeangebote separat betrachtet, zeigen sich erwartungsgemäß höhere Prämien als bei den übrigen Angeboten, denn - mit Ausnahme des Angebots für die Intersport PSC Holding AG im Jahre 2000 - wurde der Übernahmekampf über den Angebotspreis entschieden. Bei einer Untersuchung von VARAIYA(1987) sind die Prämien konkurrierender Angebote zwischen 15% und 18% höher als bei Angeboten mit nur einem Anbieter.⁹²⁴ Bei SLUSKY/CAVES(1991) sind sie 20,8% größer.⁹²⁵ In der Untersuchung von FLANAGAN/O'SHAUGHNESSY(2003) liegt der Prämienunterschied sogar bei 21,68%.⁹²⁶ BURKART(1995) fand zudem heraus, dass bei konkurrierenden Angeboten die Übernahmeprämie noch höher ist, wenn mindestens einer der beiden Anbieter bereits Aktionär der Zielgesellschaft ist.⁹²⁷

Vergleichskurs	Konkurrierende Angebote	Übrige Angebote	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	Konkurrierende Angebote	Übrige Angebote	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	44,23%	16,24%	27,99^{***}	t=-12M Wert	55,02%	19,04%	35,98^{**}
Ø12M Wert	29,86%	15,04%	14,82^{**}	t=-6M Vollzug	43,28%	15,19%	28,09^{***}
Ø6M Vollzug	39,40%	16,96%	22,44^{***}	t=-6M Wert	29,83%	13,91%	15,92^{**}
Ø6M Wert	24,58%	15,77%	8,81[*]	t=-3M Vollzug	40,08%	17,22%	22,86^{***}
Ø3M Vollzug	37,09%	17,70%	19,39^{***}	t=-3M Wert	25,61%	16,16%	9,45
Ø3M Wert	21,10%	16,68%	4,42	t=-20T Vollzug	34,31%	16,97%	17,34^{***}
Ø20T Vollzug	30,34%	17,04%	13,30^{**}	t=-20T Wert	17,98%	15,60%	2,38
Ø20T Wert	12,87%	15,78%	-2,91	t=-1T Vollzug	25,59%	10,63%	14,96^{**}
t=-12M Vollzug	67,01%	20,39%	46,62^{***}	t=-1T Wert	6,64%	9,10%	-2,46

Tab. 26: Prämien konkurrierender Angebote im Vergleich zu den übrigen Angeboten

Ein Vergleich der konkurrierenden Angebote mit den übrigen Angeboten in Tabelle 26 zeigt, dass die Aktionäre eine bis zu dreimal höhere Prämie erzielen können, wobei der Prämienunterschied in den meisten Fällen signifikant verschieden ist.⁹²⁸ Dies hängt allerdings sehr stark vom betrachteten Vergleichskurs und davon ab, ob auf den Vollzugspreis oder auf den Wert des Angebots abgestellt wird. Dass die Prämienunterschiede gerade bei Zugrundelegung des Vollzugspreises am größten sind, überrascht wenig. Denn hier wird der

⁹²⁴ Vgl. VARAIYA(1987), S. 181.

⁹²⁵ Vgl. SLUSKY/CAVES(1991), S. 293.

⁹²⁶ Vgl. FLANAGAN/O'SHAUGHNESSY(2003), S. 581.

⁹²⁷ Vgl. BURKART(1995), S. 1508.

⁹²⁸ Diese Prämienunterschiede bleiben auch bei Einbeziehung volumenbereinigter Kurse auf einem ähnlich hohen Niveau.

Angebotspreis berücksichtigt, der am Ende des Übernahmekampfes bezahlt wird. Dieser ist durch das Auftreten eines zweiten Bieters größer als der Wert des Angebots am Ankündigungstag. Denn wird nur auf den Wert am Ankündigungstag abgestellt, dann beinhaltet dieser Wert noch nicht die Information über den anstehenden Übernahmekampf. Das bedeutet also, dass hierbei eigentlich keine bzw. keine großen Prämienunterschiede zwischen konkurrierenden Angeboten und den übrigen Angeboten zu erwarten sein dürften. Dass es dennoch zu zum Teil recht großen Unterschieden kommt, kann damit begründet werden, dass fünf von den neun Angeboten gegen den Willen des Verwaltungsrats lanciert wurden, und die Anbieter deshalb mehr bieten mussten, um sich die Zustimmung der Aktionäre zu erkaufen. Ob man generell davon ausgehen kann, dass die Anbieter bei feindlichen Angeboten größere Prämien offerieren, wird im Folgenden untersucht.⁹²⁹

4.3.4 Freundliche versus feindliche Angebote

Ein Blick in Tabelle 27 zeigt, dass nicht, wie eben vermutet, bei feindlichen Angeboten höhere Prämien bezahlt werden als bei freundlichen⁹³⁰, sondern - mit wenigen Ausnahmen - genau umgekehrt.⁹³¹

Vergleichskurs	freundliche Angebote	feindliche Angebote	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	freundliche Angebote	feindliche Angebote	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	18,89%	18,18%	0,71	t=-12M Wert	21,95%	20,10%	1,85
Ø12M Wert	17,62%	9,49%	8,13*	t=-6M Vollzug	17,74%	18,03%	-0,29
Ø6M Vollzug	20,02%	14,25%	5,77	t=-6M Wert	16,25%	10,17%	6,08
Ø6M Wert	18,84%	6,08%	12,76***	t=-3M Vollzug	20,58%	13,90%	6,68
Ø3M Vollzug	20,72%	13,63%	7,09	t=-3M Wert	19,58%	5,83%	13,75***
Ø3M Wert	19,71%	5,61%	14,10***	t=-20T Vollzug	19,91%	12,87%	7,04
Ø20T Vollzug	19,92%	10,74%	9,18*	t=-20T Wert	18,45%	5,06%	13,39***
Ø20T Wert	18,61%	2,92%	15,69***	t=-1T Vollzug	12,40%	10,36%	2,04
t=-12M Vollzug	23,50%	30,07%	-6,57	t=-1T Wert	10,46%	2,82%	7,64**

Tab. 27: Prämien freundlicher und feindlicher Angebote

Dies erweckt den Anschein, dass die Verwaltungsräte der Zielgesellschaft im Sinne der Aktionäre diejenigen Angebote mit einer geringeren Prämie ablehnen. Denn die Höhe der Übernahmeprämie kann auch von der Verhandlungsstärke des Managements oder der der

⁹²⁹ BRUNER(2004) postuliert, dass es einer Prämie bedarf, da Aktionäre zum aktuellen Börsenkurs nicht bereit sind, ihre Aktien zu verkaufen. Ebenso BOUCHON/MÜLLER-MICHAELS(2005), S. 989 Rn 55. Gerade für feindliche Anbieter modelliert er eine Prämie, die höher sein muss als bei freundlichen Angeboten, um einen möglichen Übernahmekampf für sich zu entscheiden. Vgl. S. 817ff.

⁹³⁰ Die Gruppe der freundlichen Angebote beinhaltet bei dieser Untersuchung zunächst auch die Angebote, denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft neutral gegenübersteht und als unopposed klassifiziert werden.

⁹³¹ Bei Volumenbereinigung ergibt sich nur eine geringfügige Erhöhung der Differenzwerte.

Aktionäre abhängen.⁹³² Doch derart undifferenziert kann dies nicht postuliert werden. Denn WULF(2004) weist nach, dass Manager im Zuge einer Übernahme eher versuchen, ihre eigene Position bei den Übernahmeverhandlungen zu stärken als für höhere Übernahmeprämien für die Aktionäre zu kämpfen.⁹³³ Besonders, wenn der finanzielle Nutzen des Managements tangiert wird, ist nur dann ein eigentümergeichtetes Agieren zu erwarten, wenn die Interessen der beiden Gruppen übereinstimmen.⁹³⁴ Sofern die Vergütung des Managements der Zielgesellschaft einen hohen variablen Teil aufweist, d.h. also unter anderem beispielsweise Optionen, so bedeutet eine hohe Übernahmeprämie nicht nur einen Wertzuwachs für die Aktionäre, sondern auch eine Steigerung der Vergütung des Managements. Aus diesem Grund hat das Management dann auch einen Anreiz, Abwehrmechanismen zu unterlassen, um den Wertzuwachs für sich zu erhalten.⁹³⁵ Das bedeutet, dass hohe Übernahmeprämien dazu dienen, Abwehrmaßnahmen zu unterbinden, zumindest für Unternehmen, welche Manager mit Optionen vergüten. Manager werden also dann für einen höheren Übernahmepreis kämpfen, wenn der Gewinn aus den Optionen größer ist als die finanzielle Einbuße durch den Amtsverlust. Bei Vorhandensein von golden parachutes besteht die Gefahr, dass der Verwaltungsrat in erster Linie daran interessiert ist, dass die Übernahme vollzogen wird, um die Zahlung für sich zu vereinnahmen. Aus diesem Grund wird er es unterlassen, für eine möglichst große Übernahmeprämie für die Anteilseigner zu kämpfen.⁹³⁶ MACHLIN/CHOE/MILES(1993) können allerdings in ihrer Untersuchung nicht nachweisen, dass goldene Fallschirme das Management dazu animiert, niedrigere Prämien zu akzeptieren.⁹³⁷ Man könnte nun den Vorschlag machen, Abwehrmechanismen im Zuge eines Übernahmeangebots nur mit der Zustimmung der Aktionäre zu erlauben, was dafür sorgen würde, dass eine für die Aktionäre der Zielgesellschaft „wertvolle“ Übernahme nicht abgewehrt wird. Allerdings dürfte sich das in der Praxis als schwierig erweisen, wenn beispielsweise erst eine Generalversammlung einberufen werden müsste, um das Aktionärsvotum einzuholen. BEBCHUK(2002) geht sogar noch einen Schritt weiter und stuft es als unerwünscht ein, dass dem Management die Möglichkeit von Abwehrmaßnahmen in die Hand gegeben wird.⁹³⁸

⁹³²Vgl. RAMAN/SHIVAKUMAR/TAMAYO(2008), S. 9.

⁹³³ Vgl. WULF(2004), S. 67ff., ebenso MOELLER(2005), S. 169, DENIS(2006), S. 206.

⁹³⁴ Vgl. POUND(1987), S.355. So findet POUND(1987) heraus, dass die Kosten der Übernahme für den Anbieter nicht primär durch die an die Aktionäre der Zielgesellschaft zu zahlenden Prämien steigen, sondern durch die an das Management der Zielgesellschaft zu zahlende Kompensation. Vgl. POUND(1987), S.366.

⁹³⁵ Vgl. HANNES(2007), S. 130.

⁹³⁶ Vgl. CHOI(2004), S. 184.

⁹³⁷ Vgl. MACHLIN/CHOE/MILES(1993) S. 875.

⁹³⁸ Vgl. BEBCHUK(2002), S. 991ff.

Wenn die Übernahmeprämie bei feindlichen Übernahmeangeboten niedriger ausfällt als bei freundlichen Angeboten, könnte dies auch mit Abwehrmaßnahmen des Verwaltungsrats im Vorfeld der Ankündigung der Übernahmeabsicht zusammenhängen. Denn der feindliche Übernehmer wird im Vorfeld versuchen, Aktien am Markt zu erwerben. Sofern dem Verwaltungsrat dies nicht verborgen bleibt, kann er kurssteigernde Aktionen wie beispielsweise einen Aktienrückkauf durchführen. Dies würde steigende Kurse und damit geringere Prämien nach sich ziehen, zumindest bezogen auf die kurzfristigen Übernahmeprämien. COTTER/ZENNER(1994) aber können keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Übernahmeprämie und dem Einleiten von Abwehrmaßnahmen nachweisen.⁹³⁹ So zeigt sich auch bei der hier angestellten Untersuchung, dass die Übernahmeprämien nicht ausschließlich in der kurzen Frist bei freundlichen Angeboten größer sind als bei feindlichen Angeboten, sondern auch mittel- und langfristig.

Höhere Übernahmeprämien bei freundlichen Angeboten können neben den bisher angestellten Überlegungen auch mit den in diesen Fällen niedrigeren Transaktionskosten erklärt werden.⁹⁴⁰ Denn feindliche Angebote benötigen in der Regel eine längere Vorbereitungszeit als freundliche Angebote.

Werden bei den feindlichen Angeboten schließlich die vier Pflichtangebote ausgeschlossen,⁹⁴¹ die weder vom Anbieter noch von der Zielgesellschaft gewünscht sind und somit als für alle Seiten als erzwungen eingestuft werden können, so werden bei freiwilligen Angeboten immer noch bei den meisten der betrachteten Vergleichskurse höhere Prämien erzielt.⁹⁴²

Da die Gruppe der freundlichen Angebote noch diejenigen Angebote enthält, denen der Verwaltungsrat neutral gegenübersteht, wird die Gruppe im nächsten Schritt aufgeteilt. Mit Ausnahme der Prämie $t=-20T$ erzielen die Angebote, bei denen der Verwaltungsrat die Annahme empfiehlt, eine zwischen 4,47 und 14,85 Prozentpunkten größere Prämie als die Angebote, denen er neutral gegenübersteht. Für $t=-20T$ ist die Prämie allerdings für neutrale Angebote um ungefähr 10 Prozentpunkte größer.

Werden die Angebote, die mit Zustimmung des Verwaltungsrats lanciert werden, mit den feindlichen Angeboten unter Ausklammerung der erzwungenen Angebote verglichen, erzielen

⁹³⁹ Vgl. COTTER/ZENNER(1994), S. 78.

⁹⁴⁰ Vgl. SCHNITZER(1996), S. 39ff.

⁹⁴¹ Esec(2001), Jelmoli(2003), Atel(2006), Bank Sarasin(2007)

⁹⁴² Die Prämien Differenz liegt zwischen 1,68 und 13,24 Prozentpunkten.

die freundlichen Angebote bei den meisten der betrachteten Vergleichskurse eine zwischen 2,86 und 15,01 Prozentpunkten höhere Prämie als feindliche Angebote.

Insgesamt weisen also freundliche Angebote deutlich höhere Prämien als feindliche Angebote auf.

4.3.5 Kaufangebote versus Tauschangebote

Bei der Differenzierung nach der Zahlungsart werden zunächst Kaufangebote derjenigen Gruppe von Tauschangeboten gegenübergestellt, die in einem ersten Schritt sowohl reine Tauschangebote als auch die gemischten Angebote enthält. Wie Tabelle 28 zeigt, generieren auch auf dem Schweizer Übernahmemarkt Kaufangebote höhere Übernahmeprämien als Tauschangebote.⁹⁴³ Die Prämienunterschiede sind zum Teil hochsignifikant.

Bei einem Tauschangebot teilen die Aktionäre der Zielgesellschaft das Risiko der Überbezahlung mit den Aktionären des Anbieters.⁹⁴⁴ Deshalb wäre zu erwarten, dass bei Tauschangeboten den Aktionären der Zielgesellschaft höhere Prämien offeriert werden im Vergleich zu Kaufangeboten, damit sie bereit sind, das mit Tauschangeboten einhergehende Risiko mitzutragen. Aber es zeigt sich, dass bei Kaufangeboten den Aktionären der Zielgesellschaft im Vergleich zu Tauschangeboten höhere Prämien angeboten werden.

Vergleichskurs	Kaufangebote	Tauschangebote	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	Kaufangebote	Tauschangebote	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	19,43%	16,84%	2,59	t=-12M Wert	21,88%	20,27%	1,61
Ø12M Wert	18,21%	6,30%	11,91*	t=-6M Vollzug	18,21%	16,66%	1,55
Ø6M Vollzug	20,37%	15,03%	5,34	t=-6M Wert	17,04%	6,38%	10,66***
Ø6M Wert	19,09%	4,13%	14,96**	t=-3M Vollzug	20,67%	15,70%	4,97
Ø3M Vollzug	21,30%	14,17%	7,13	t=-3M Wert	19,32%	6,08%	13,24**
Ø3M Wert	19,96%	3,57%	16,39***	t=-20T Vollzug	19,94%	14,78%	5,16
Ø20T Vollzug	19,21%	15,41%	3,80	t=-20T Wert	18,58%	3,67%	14,91**
Ø20T Wert	17,93%	4,99%	12,94**	t=-1T Vollzug	12,08%	11,86%	0,22
t=-12M Vollzug	22,84%	29,85%	-7,01	t=-1T Wert	10,65%	1,49%	9,16*

Tab. 28: Prämien bei Kaufangeboten und Tauschangeboten

Bei der Gegenüberstellung von Kaufangeboten und reinen Tauschangeboten zeigt sich eine noch größere Prämienunterschiede.

⁹⁴³ Bei Volumenbereinigung wird die Prämienunterschiede um bis zu zwei Prozentpunkte kleiner.

⁹⁴⁴ Vgl. MARTIN(1996), S. 1230f.

Vergleichskurs	Kaufangebote	reine Tauschangebote	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	Kaufangebote	reine Tauschangebote	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	19,43%	7,20%	12,23*	t=-12M Wert	21,88%	12,16%	9,72
Ø12M Wert	18,21%	-2,45%	20,66**	t=-6M Vollzug	18,21%	5,50%	12,71***
Ø6M Vollzug	20,37%	5,41%	14,96**	t=-6M Wert	17,04%	-5,25%	22,29***
Ø6M Wert	19,09%	-7,56%	26,65***	t=-3M Vollzug	20,67%	6,64%	14,03**
Ø3M Vollzug	21,30%	5,63%	15,67**	t=-3M Wert	19,32%	-3,33%	22,65***
Ø3M Wert	19,96%	-6,90%	26,86***	t=-20T Vollzug	19,94%	6,72%	13,22*
Ø20T Vollzug	19,21%	8,63%	10,58*	t=-20T Wert	18,58%	-4,52%	23,10***
Ø20T Wert	17,93%	-1,40%	19,33	t=-1T Vollzug	12,08%	5,12%	6,96*
t=-12M Vollzug	22,84%	17,81%	5,03	t=-1T Wert	10,65%	-3,27%	13,92**

Tab. 29: Prämien bei Kaufangeboten und reinen Tauschangeboten

Wie in Tabelle 29 ersichtlich, sind mit Ausnahme der Prämie t=-12M die Prämien reiner Tauschangebote negativ, wenn bei deren Berechnung auf den Wert des Angebots am Ankündigungstag abgestellt wird. Dass die Prämien bei Berücksichtigung des Vollzugspreises größer sind, lässt darauf schließen, dass der Kurs der zum Tausch angebotenen Wertpapiere vom Tag der Ankündigung bis zum Vollzugstag gestiegen ist. So konnte bereits in einer Vielzahl an Studien nachgewiesen werden, dass der Aktienkurs des Anbieters am Ankündigungstag auf Grund des negativen Ankündigungseffekts stark fällt.⁹⁴⁵ Da dieser Kurs in die Berechnung des Angebotspreises einfließt, überraschen deshalb die negativen Prämien, die sich daraus ergeben, wenig.

Werden Kaufangebote und Tauschangebote⁹⁴⁶ unterteilt in freundliche und feindliche Angebote, so weisen freundliche Kaufangebote eine um bis zu 17,19 Prozentpunkte höhere Prämie auf als feindliche Kaufangebote.⁹⁴⁷ Bei Tauschangeboten zeigt sich eher ein uneinheitliches Bild. Langfristig gesehen generieren feindliche Tauschangebote eine um bis zu 46,9 Prozentpunkte höhere Prämie als freundliche Tauschangebote. Nähert man sich aber dem Ankündigungstag an, so liegt die Prämie der freundlichen Tauschangebote nahezu um 10 Prozentpunkte über der Prämie feindlicher Tauschangebote. Allerdings ist bei Betrachtung der Ergebnisse zu berücksichtigen, dass in die Auswertung nur vier feindliche Tauschangebote einbezogen werden.⁹⁴⁸

⁹⁴⁵ Vgl. SAVOR/LU(2009), S. 1078. Eine Übersicht über weitere Studien dazu findet sich bei TUCH/O'SULLIVAN(2007).

⁹⁴⁶ Im Folgenden schließt die Gruppe der Tauschangebote auch wieder die gemischten Angebote mit ein.

⁹⁴⁷ Die Prämienunterschiede unterscheiden sich signifikant, teilweise sogar auf dem 1%-Niveau.

⁹⁴⁸ Die Prämienunterschiede der Tauschangebote sind bei der Unterteilung in freundliche und feindliche Angebote nicht signifikant verschieden.

Insgesamt zeigt sich, dass bei Kaufangeboten höhere Prämien erzielt werden können als bei Tauschangeboten, und dass Kaufangebote damit für die Aktionäre der Zielgesellschaft vorteilhafter sind.

4.3.6 Freiwillige Angebote versus Pflichtangebote

Bei der Unterteilung der Gesamtstichprobe in freiwillige Angebote und Pflichtangebote ist zu erwarten, dass den Aktionären bei freiwilligen Angeboten höhere Prämien als bei Pflichtangeboten offeriert werden. Dies liegt daran, dass davon auszugehen ist, dass das Interesse des Anbieters an einem erfolgreichen Ausgang des Angebots bei freiwilligen Angeboten größer ist, und der Erfolg unter anderem, wie schon gezeigt, auch von der Höhe der Übernahmeprämie abhängt. Die hier errechneten Prämien für freiwillige Angebote und Pflichtangebote finden sich in Tabelle 30.

Vergleichskurs	freiwillige Angebote	Pflichtangebote	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	freiwillige Angebote	Pflichtangebote	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	21,57%	11,89%	9,68*	t=-12M Wert	23,83%	17,00%	6,83
Ø12M Wert	18,69%	10,68%	8,01*	t=-6M Vollzug	19,40%	13,84%	5,56
Ø6M Vollzug	21,30%	13,31%	7,99*	t=-6M Wert	16,17%	12,71%	3,46
Ø6M Wert	18,45%	12,15%	6,30	t=-3M Vollzug	20,20%	17,22%	2,98
Ø3M Vollzug	21,63%	14,10%	7,53*	t=-3M Wert	17,17%	16,12%	1,05*
Ø3M Wert	18,96%	12,96%	6,00	t=-20T Vollzug	18,39%	19,08%	-0,69
Ø20T Vollzug	21,16%	11,21%	9,95**	t=-20T Wert	14,69%	17,97%	-3,28
Ø20T Wert	18,29%	10,07%	8,22*	t=-1T Vollzug	14,73%	5,26%	9,47**
t=-12M Vollzug	27,32%	18,29%	9,03	t=-1T Wert	11,29%	4,12%	7,17**

Tab. 30: Prämien bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten

Wie bereits vermutet, erzielen freiwillige Angebote mit Ausnahme der Prämie t=-20T eine bis zu 9,95 Prozentpunkte höhere Prämie als Pflichtangebote.⁹⁴⁹ Die Prämien unterscheiden sich allerdings nur zum Teil signifikant. Die bei Pflichtangeboten niedrigeren Prämien werden von JENTSCH(2010) mit den beim vorausgegangenem Erwerb bereits bezahlten höheren Prämien begründet.⁹⁵⁰

Bei Unterteilung in freundliche und feindliche Angebote steigt die Prämien­differenz zwischen freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten bei feindlichen Angeboten auf maximal 26,39

⁹⁴⁹ Bei Volumenbereinigung beträgt die Prämien­differenz maximal 11,80 Prozentpunkte.

⁹⁵⁰ Vgl. JENTSCH(2010), S. 375.

Prozentpunkte⁹⁵¹, bei freundlichen Angeboten sinkt sie durchschnittlich um 2,5 Prozentpunkte. Werden bei den freiwilligen Angeboten freundliche und feindliche Angebote miteinander verglichen, so präsentiert sich ein ähnliches Ergebnis wie schon bei der generellen Unterteilung in freundliche und feindliche Angebote. Bei Betrachtung der am Ankündigungstag zu beobachtenden Prämie erzielen freiwillige freundliche Angebote eine bis zu 14,40 Prozentpunkte höhere Prämie als freiwillige feindliche Angebote. Bei Zugrundelegung des Vollzugspreises allerdings werfen auf lange Frist hin freiwillige feindliche Angebote eine bis zu 7,75 Prozentpunkte höhere Prämie ab. Bei Pflichtangeboten sind die Prämienunterschiede noch wesentlich höher. Mit Ausnahme der Prämie für $t=-12M$ liegt bei freundlichen Pflichtangeboten die Prämie um bis zu 23,86 Prozentpunkte über der Prämie, die bei feindlichen Pflichtangeboten offeriert wird. Bei Ausklammerung derjenigen feindlichen Angebote, die als erzwungen eingestuft wurden, steigt die maximale Prämienunterschiede sogar auf 26,91 Prozentpunkte. Allerdings verbleiben nach Elimination der vier bereits beschriebenen Unternehmen in der Teilstichprobe der feindlichen Pflichtangebote gerade noch zwei Unternehmen.

Insgesamt zeigt sich, dass freiwillige Angebote im Vergleich zu Pflichtangeboten wesentlich höhere Prämien aufweisen.

4.3.7 Anbieter

4.3.7.1 Nationalität des Anbieters

Im Folgenden soll untersucht werden, ob die Nationalität des Anbieters bei der Höhe der Prämie eine Rolle spielt. Bei bisherigen Studien zu grenzüberschreitenden Übernahmen wurde festgestellt, dass inländische Anbieter eine geringere Prämie zahlen als ausländische Anbieter.⁹⁵² SALLEO(2008) beispielsweise findet ebenso heraus, dass die Profitabilität bei grenzüberschreitenden Transaktionen höher ist als bei nationalen Transaktionen, und begründet dies damit, dass bei grenzüberschreitenden Transaktionen die Anbieter

⁹⁵¹ Bezogen auf $t=-1T$ (Vollzug) weisen freiwillige Angebote eine Prämie von durchschnittlich 19,41% auf, während dagegen Pflichtangebote im Durchschnitt nur auf -6,98% kommen. Im Durchschnitt steigt die Prämienunterschiede bei Betrachtung feindlicher Angebote zwischen freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten um 9 Prozentpunkte.

⁹⁵² Vgl. DOMBRET(2006), S. 166f.

dynamischer und eher in der Lage sind, in der Zukunft die Erträge der Zielgesellschaft zu steigern, als nationale Anbieter.⁹⁵³

Dazu werden drei Gruppen von Anbietern untersucht: Schweizer Anbieter, deutsche Anbieter und internationale Anbieter.⁹⁵⁴

In Tabelle 31 wird ersichtlich, dass internationale Anbieter eine um bis zu 16,51 Prozentpunkte höhere Prämie zahlen als Schweizer Anbieter bzw. eine bis zu 23,02 Prozentpunkte höhere Prämie als deutsche Anbieter.⁹⁵⁵ Dieses Ergebnis bestätigt die bisherigen Studien. Die Prämiendifferenzen der Schweizer und deutschen Anbieter unterscheiden sich in Abhängigkeit der betrachteten Frist. So zahlen bei langfristiger Betrachtungsweise Schweizer Anbieter eine um bis zu 7,88 Prozentpunkte höhere Prämie im Vergleich zu deutschen Anbietern. Kurzfristig allerdings liegt die Prämie, die deutsche Anbieter offerieren, um bis zu 5,71 Prozentpunkte über der Prämie der Schweizer Anbieter. Allerdings sind die Prämiendifferenzen zwischen deutschen und Schweizer Anbietern nicht signifikant verschieden.

Vergleichskurs	Schweizer Anbieter	Internationaler Anbieter	Deutsche Anbieter	Vergleichskurs	Schweizer Anbieter	Internationaler Anbieter	Deutsche Anbieter
Ø12M Vollzug	15,04%	30,79%	7,77%	t=-12M Wert	21,88%	27,54%	15,23%
Ø12M Wert	13,78%	24,22%	7,96%	t=-6M Vollzug	14,91%	28,02%	8,62%
Ø6M Vollzug	14,65%	29,84%	12,28%	t=-6M Wert	14,15%	21,11%	8,66%
Ø6M Wert	13,41%	23,10%	12,75%	t=-3M Vollzug	16,31%	26,57%	16,08%
Ø3M Vollzug	14,25%	30,00%	16,24%	t=-3M Wert	15,46%	20,52%	16,72%
Ø3M Wert	12,68%	23,71%	17,06%	t=-20T Vollzug	17,33%	23,01%	14,63%
Ø20T Vollzug	12,83%	29,34%	14,33%	t=-20T Wert	15,91%	16,66%	15,77%
Ø20T Wert	10,59%	23,04%	16,24%	t=-1T Vollzug	8,42%	19,74%	9,73%
t=-12M Vollzug	22,77%	33,62%	14,89%	t=-1T Wert	5,89%	13,13%	11,60%

Tab. 31: Prämien bei unterschiedlicher Nationalität des Anbieters

Bei ausschließlicher Betrachtung von Kaufangeboten werden die Prämienunterschiede zwischen Schweizer und internationalen Anbietern langfristig um bis zu 2,25 Prozentpunkte kleiner, während sie bei kurzfristiger Betrachtung um bis zu 6,51 Prozentpunkte steigen. Der Vergleich zwischen deutschen und Schweizer Anbietern und zwischen deutschen und

⁹⁵³ Vgl. SALLEO(2008), S. 10

⁹⁵⁴ Von allen ausländischen Anbietern stellen die deutschen Anbieter mit Abstand die größte Gruppe dar, weshalb sie getrennt von den anderen internationalen Anbietern untersucht wird. Die Gruppe der internationalen Anbieter enthält somit nicht die Angebote, die von deutschen Anbietern unterbreitet wurden.

⁹⁵⁵ Die volumenbereinigten Kurse lassen die Prämiendifferenzen teilweise größer als auch kleiner werden. Die Unterschiede sind jedoch gering und liegen bei der Hälfte der Fälle unter einem Prozentpunkt. Die Prämiendifferenzen zwischen Schweizer und internationalen Anbietern sind mit Ausnahme einiger Stichtagskurse signifikant verschieden. Beim Vergleich zwischen internationalen und deutschen Anbietern sind die Prämien vor allem dann signifikant verschieden, wenn auf den Vollzugspreis abgestellt wird.

internationalen Anbietern zeigt genau das Gegenteil. Hier sinkt die Prämien­differenz mit ansteigendem Zeithorizont.

Werden den Kaufangeboten Tauschangebote gegenübergestellt, so muss zunächst zwischen den Prämien, die sich auf den Vollzugspreis beziehen, und denjenigen, die den Wert des Angebots bei Ankündigung beinhalten, differenziert werden.⁹⁵⁶ Bei Berücksichtigung des Vollzugspreises werden – mit Ausnahme von Ø20T (-0,76 Prozentpunkte), t=-12M (-7,14 Prozentpunkte) und t=-1T (-2,48 Prozentpunkte) – bei Kaufangeboten von Schweizer Anbietern eine bis zu 2,85 Prozentpunkte höhere Prämie bezahlt als bei Tauschangeboten. Die Prämien bei Kaufangeboten von internationalen Anbietern liegen – mit Ausnahme von t=-12M (-12,72 Prozentpunkte) und t=-6M (-4,30 Prozentpunkte) – um bis zu 12,23 Prozentpunkte über den Prämien bei Tauschangeboten. Wird dagegen der Wert des Angebots bei der Prämien­ermittlung zugrunde gelegt, so liegen die Prämien bei internationalen Kaufangeboten mit einer maximalen Differenz von 29,42 Prozentpunkten ohne Ausnahme über denen bei internationalen Tauschangeboten. Mit Ausnahme von t=-12M (-5,73 Prozentpunkten) liegen die Prämien bei Schweizer Kaufangeboten mit einem maximalen Differenzwert von 9,81 Prozentpunkten auch hier deutlicher über denen von Schweizer Tauschangeboten.

Der Vergleich zwischen freundlichen und feindlichen Angeboten lässt deutsche Anbieter wieder in einem neuen Licht erscheinen. Bei feindlichen Angeboten liegt die Prämie bei deutschen Angeboten nicht mehr generell unter der Prämie des internationalen Anbieters. Denn während internationale Anbieter bei freundlichen Angeboten für alle betrachteten Vergleichskurse eine bis zu 25,58 Prozentpunkte höhere Prämie anbieten als bei feindlichen Angeboten, übersteigt die Prämie der feindlichen Angebote der deutschen Anbieter bei den meisten der Vergleichskurse die Prämie der freundlichen Angebote um bis zu 24,41 Prozentpunkte. Bei Schweizer Angeboten liegen mit wenigen Ausnahmen ebenso wie bei internationalen Anbietern die Prämien der freundlichen Angebote über denen der feindlichen Angebote.

⁹⁵⁶ Eine Differenzierung bei Angeboten mit deutschen Anbietern kann keine aussagekräftigen Ergebnisse liefern, denn es kann nur ein Tauschangebot eines deutschen Anbieters in die Untersuchung mit aufgenommen werden.

Vergleichskurs	Schweizer Anbieter freundlich	Internationaler Anbieter freundlich	Deutscher Anbieter freundlich	Schweizer Anbieter feindlich	Internationaler Anbieter feindlich	Deutscher Anbieter feindlich
Ø12M Vollzug	14,64%	33,82%	6,02%	17,29%	20,40%	15,35%
Ø12M Wert	14,13%	30,05%	7,48%	11,98%	6,75%	10,06%
Ø6M Vollzug	15,66%	33,29%	10,59%	8,94%	18,03%	19,63%
Ø6M Wert	15,23%	29,19%	12,37%	3,79%	4,81%	14,38%
Ø3M Vollzug	15,65%	33,13%	15,40%	6,35%	19,27%	19,88%
Ø3M Wert	14,86%	29,52%	17,63%	1,12%	6,26%	14,60%
Ø20T Vollzug	14,36%	33,16%	14,26%	4,44%	16,25%	14,67%
Ø20T Wert	12,78%	29,43%	17,71%	-0,99%	3,85%	9,87%
t=-12M Vollzug	20,25%	34,72%	15,49%	36,64%	30,17%	12,30%
t=-12M Wert	20,15%	31,84%	17,25%	30,76%	15,27%	6,48%
t=-6M Vollzug	15,05%	31,21%	4,05%	14,16%	17,98%	28,46%
t=-6M Wert	14,96%	26,79%	5,36%	9,98%	4,87%	22,98%
t=-3M Vollzug	17,98%	29,04%	15,05%	7,14%	18,79%	20,51%
t=-3M Wert	18,09%	25,71%	17,08%	1,92%	5,72%	15,19%
t=-20T Vollzug	19,26%	24,86%	13,70%	6,92%	17,19%	18,63%
t=-20T Wert	18,61%	20,94%	16,28%	20,70%	4,42%	13,53%
t=-1T Vollzug	8,86%	21,19%	9,15%	5,43%	15,18%	12,26%
t=-1T Wert	6,98%	16,63%	12,42%	0,28%	3,13%	8,03%

Tab. 32: Prämien bei unterschiedlicher Nationalität und Differenzierung zwischen freundlichen und feindlichen Angeboten

Insgesamt zeigt die Differenzierung nach der Nationalität, dass die Übernahmeprämie besonders hoch ist, wenn ein Angebot von einem ausländischen Anbieter unterbreitet wird, besonders wenn es sich um ein Kaufangebot und um ein freundliches Angebot handelt.

4.3.7.2 Stimmrechtsanteil des Anbieters an der Zielgesellschaft

Nicht nur hinsichtlich der Nationalität gibt es große Unterschiede, sondern auch hinsichtlich des Anteilsbesitzes des Anbieters an der Zielgesellschaft. So existiert eine Reihe an wissenschaftlichen Studien, die versuchen, den optimalen „toehold“ zu taxieren.⁹⁵⁷

⁹⁵⁷ Unter „toehold“ ist der Anteil des Anbieters an der Zielgesellschaft zu verstehen, der wörtlich übersetzt eine Art Fuß in der Tür für diesen darstellt. Einige dieser Studien beschäftigten sich auch mit dem Anteilsbesitz der Aktionäre der Zielgesellschaft. So finden BURKART/GROMB/PANUNZI(2006), S. 36 heraus, dass es zu höheren Übernahmeprämien kommt, sofern es bei der Zielgesellschaft Minderheitsaktionäre mit einem bedeutenden Aktienpaket gibt. GASPAR/MASSA/MATOS(2005), S. 142f., finden einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Höhe der Übernahmeprämie und dem Vorhandensein langfristig orientierter Aktionäre bei der Zielgesellschaft. Bei POND/LEHN/JARRELL(1986), S. 30 hat das Vorhandensein institutioneller Investoren auf Seiten der Zielgesellschaft keinen großen Einfluss auf die Höhe der Übernahmeprämie. Aufgrund fehlenden Datenmaterials kann der Anteilsbesitz der Aktionäre der Zielgesellschaft bei der vorliegenden Arbeit nicht näher untersucht werden.

BRIS(1998) kommt in seiner Untersuchung für den amerikanischen und britischen Aktienmarkt in den Jahren von 1980 bis 1995 zum Ergebnis, dass ein vorheriger „toehold“, also der vorherige Aktienbesitz durch den Anbieter, die Übernahmeprämie bei feindlichen Übernahmeangeboten schmälert.⁹⁵⁸ Dies wird damit begründet, dass der Aufkauf durch den späteren Anbieter nicht unentdeckt bleibt, und sich somit die Übernahmeabsicht im Kurs der Zielgesellschaft schon vor der Ankündigung widerspiegelt. Dem vorherigen Aktienbesitz bei freundlichen Angeboten wird in diesem Zusammenhang eine eher geringe Bedeutung zugesprochen. Auch HIRSHLEIFER/TITMAN(1990) und BETTON/ECKBO(2000) kommen zu dem Ergebnis, dass die Übernahmeprämie mit steigendem toehold sinkt.⁹⁵⁹ GOLDMAN/QIAN(2005) kommen in ihrer Untersuchung zu dem Ergebnis, dass ein Anbieter, der ein feindliches Übernahmeangebot unterbreitet, vor der Ankündigung einen möglichst geringen Anteil am Zielunternehmen halten sollte. Denn sobald das Übernahmeangebot scheitert, geht auch der Marktwert des Unternehmens zurück, und damit steigen die Kosten für den Anbieter.⁹⁶⁰ Im Gegensatz dazu zeigen CHOWDHRY/JEGADEESH(1994), dass es einen positiven Zusammenhang zwischen dem vorherigen Aktienbesitz und der Höhe der Übernahmeprämie gibt.⁹⁶¹

Sofern ein Anbieter schon vor der Lancierung der Offerte über einen hinreichenden Grundstock an Aktien verfügt, liegt die Vermutung nahe, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft eine hinreichend große Übernahmeprämie erhalten. Dies lässt sich damit begründen, dass der Anbieter die Aktien, die er schon vorher besitzt, zu einem Preis unterhalb des Angebotspreises gekauft hat. Je mehr Aktien er also vorher besitzt, desto mehr spart er auch bei der Übernahme des gesamten Unternehmens. Diese Ersparnis kann er dann, zumindest zum Teil, an die Aktionäre der Zielgesellschaft weiterreichen.

Auf der anderen Seite ist der Erfolg des Übernahmeangebots für einen Anbieter, der nur eine Minderheitsbeteiligung besitzt, wichtiger als für einen Anbieter, der bereits die Geschicke der Zielgesellschaft aufgrund seiner Stimmenmehrheit lenken kann. Da der Erfolg, wie schon bereits erwähnt, auch von der Höhe der Übernahmeprämie abhängt, wird der Anbieter mit einem Stimmrechtsanteil, der weniger als 50% beträgt, eine höhere Prämie offerieren als ein Anbieter, der bereits Mehrheitsaktionär ist.

⁹⁵⁸ BRIS(1998), S. 15ff.

⁹⁵⁹ Vgl. HIRSHLEIFER/TITMAN(1990),S. 304f., BETTON/ECKBO(2000), S. 13.

⁹⁶⁰ GOLDMAN/QIAN(2005), S. 327ff.

⁹⁶¹ Vgl. CHOWDHRY/JEGADEESH(1994), S. 127. Grund dafür dürfte auch der positive Zusammenhang zwischen dem vorherigen Anteilsbesitz und dem Grad an Synergiepotential zwischen Anbieter und Zielgesellschaft sein, den die Autoren identifiziert haben.

Zunächst interessiert, ob ein Mehrheitsaktionär tatsächlich eine höhere Prämie zahlt als ein Anbieter, der bisher keinen oder einen Stimmrechtsanteil besitzt, der unterhalb von 50% liegt.

Vergleichskurs	Stimmrechte größer 50%	Stimmrechte kleiner 50%	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	Stimmrechte größer 50%	Stimmrechte kleiner 50%	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	19,28%	17,91%	1,37	t=-12M Wert	20,47%	23,41%	-2,94
Ø12M Wert	17,34%	13,78%	3,56	t=-6M Vollzug	18,23%	17,11%	1,12
Ø6M Vollzug	20,33%	16,77%	3,56	t=-6M Wert	16,16%	13,16%	3,00
Ø6M Wert	18,37%	12,88%	5,49	t=-3M Vollzug	20,25%	17,93%	2,32
Ø3M Vollzug	20,32%	18,03%	2,29	t=-3M Wert	18,38%	14,25%	4,13
Ø3M Wert	18,39%	14,53%	3,86	t=-20T Vollzug	19,52%	17,12%	2,40
Ø20T Vollzug	18,42%	17,95%	0,47	t=-20T Wert	17,50%	12,90%	4,60
Ø20T Wert	16,28%	14,35%	1,93	t=-1T Vollzug	10,98%	13,63%	-2,65
t=-12M Vollzug	23,12%	27,20%	-4,08	t=-1T Wert	8,00%	10,46%	-2,46

Tab 33: Prämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen des Anbieters

Tabelle 33 zeigt, dass nur mit Ausnahme der Prämien für t=-12M und t=-1T Anbieter, die bereits Mehrheitsaktionär sind, bis zu 5,49 Prozentpunkte höhere Prämien bezahlen als Anbieter, deren Stimmrechtsanteil an der Zielgesellschaft unter 50% liegt.⁹⁶² Einerseits erstaunt dieses Ergebnis, da ja ein Mehrheitsaktionär bereits über die Abläufe bei der Zielgesellschaft entscheiden kann, und deshalb zu vermuten ist, dass der Ausgang des Übernahmeangebots keinen Einfluss auf die bisherige Macht des Anbieters an der Zielgesellschaft nimmt. Auf der anderen Seite möchte sich der Mehrheitsaktionär vielleicht der ihn störenden Minderheit entledigen, vor allem wenn die Aktionärsstellung schon eine geraume Zeit andauert. Das bedeutet, dass er großes Interesse an dem Erfolg des Übernahmeangebots hat und deshalb eine höhere Prämie zu zahlen bereit ist. Zu bedenken ist allerdings, dass die Prämien der beiden Anbietergruppen nicht signifikant verschieden sind.

Für die weitere Differenzierung erfolgt eine Einteilung in verschiedene Stimmrechtsgruppen. Zur Gruppierung dienen die aktienrechtlich fixierten Grenzwerte von 10%, 33,33%, 50%, 66,67% und 90%.⁹⁶³ Zur besseren Übersicht werden die Prämien der einzelnen Gruppen in Abhängigkeit der betrachteten Frist miteinander verglichen.

⁹⁶² Die Prämien Differenz wird bei Berücksichtigung volumenbereinigter Kurse kleiner, jedoch nur um bis zu 1,25 Prozentpunkte.

⁹⁶³ Bei 10% (des Aktienkapitals) können die Aktionäre beispielsweise die Generalversammlung einberufen (Art. 699 Abs. 3 OR) oder eine Sonderprüfung gerichtlich anordnen lassen (Art. 697b OR). 33,33% ist die Schwelle, bei der ein Pflichtangebot unterbreitet werden muss. Bei mehr als 50% der Stimmrechte ist ein Aktionär als Mehrheitsaktionär zu klassifizieren. Bei 66,67% kann ein Aktionär zum Beispiel „wichtige Beschlüsse“ der Generalversammlung, wie z.B. Vinkulierung oder Kapitalerhöhung, für sich entscheiden (Art. 704 OR). Bei 90% kann ein Aktionär einen Squeeze-Out Merger durchführen (Art. 8 FusG). Auf die zusätzliche Schwelle von 98% wurde verzichtet, da dies nur fünf der betrachteten Fälle betrifft.

Bei Betrachtung der langfristigen Prämien – $t=-12M$ und $\emptyset 12M$ – fällt, wie Abbildung 20 zeigt, besonders die Gruppe der Anbieter auf, deren Anteil an der Zielgesellschaft schon über 90 Prozent beträgt.

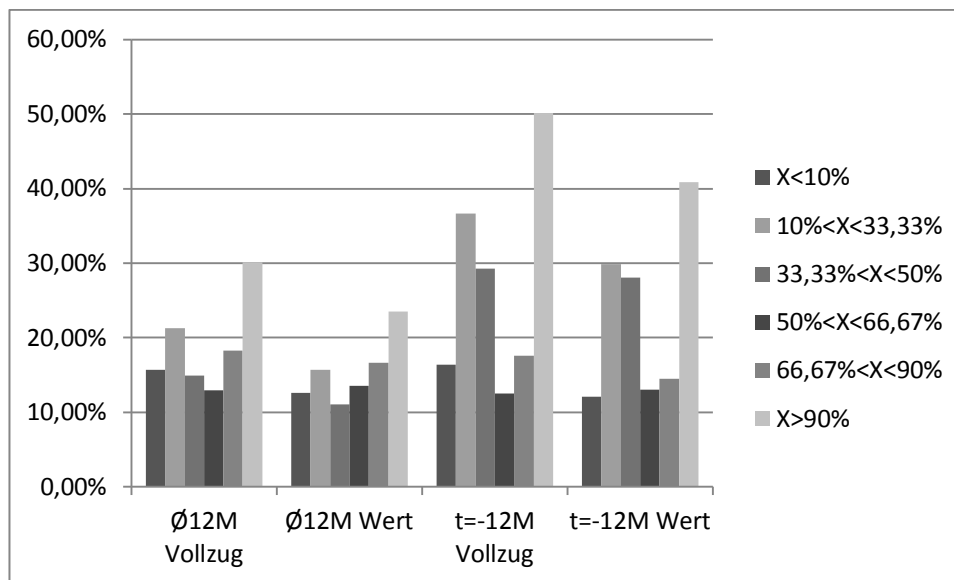


Abb. 21: Langfristige Prämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen des Anbieters

Dass diese Gruppe langfristig betrachtet höhere Prämien offeriert als alle anderen Anbietergruppen, erstaunt doch, denn bei einem Stimmrechtsanteil von über 90% könnte sich der Anbieter einer störenden Minderheit mit Hilfe eines Squeeze-out Merger entledigen und wäre nicht auf den Erfolg des Angebots angewiesen. Dieses Ergebnis deutet darauf hin, dass die betreffenden Anbieter eine Kraftloserklärung vorziehen und deshalb eine im Vergleich höhere Prämie zu zahlen bereit sind, damit sie ihr Ziel erreichen. Denn bei einem Squeeze-out Merger haben die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit, die Angemessenheit der Gegenleistung gerichtlich überprüfen zu lassen. Bei der Kraftloserklärung besteht diese Möglichkeit in der Praxis nicht. So haben auch – bis auf zwei Ausnahmen⁹⁶⁴ – alle Anbieter mit einem Stimmrechtsanteil von über 90% dieses Ziel erreicht. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die Aktien von mit 90% beherrschten Unternehmen auf Grund der schwachen Minderheitenrechte weit unter dem inneren Wert notieren. Die Prämienunterschiede zwischen der Gruppe der Anbieter mit einem Stimmrechtsanteil von über 90% und den übrigen Stimmrechtsgruppen sind langfristig in den meisten Fällen signifikant. Demgegenüber sind die Prämienunterschiede zwischen den übrigen Gruppen zum größten Teil nicht signifikant.

⁹⁶⁴ Für die Atel AG wurden im Untersuchungszeitraum insgesamt drei Angebote unterbreitet, bei denen der jeweilige Anbieter bereits 90% an der Atel AG besaß. Das dritte Angebot führte schließlich zur Kraftloserklärung.

Neben den Anbietern, die mehr als 90% an der Zielgesellschaft besitzen, sind diejenigen zur Zahlung einer im Vergleich mit den übrigen Gruppen höheren Prämie bereit, die zwar schon einen Fuß in der Türe haben, aber noch nicht oder nicht in gewünschter Form in die Geschicke der Zielgesellschaft eingreifen können. Die Rede ist von den Anbietern, deren Anteil an der Zielgesellschaft zwischen 10% und 33,33% liegt. Dieses Ergebnis überrascht weniger, denn diese Anbietergruppe ist an der Ausweitung der Macht in der Zielgesellschaft und somit an einem positiven Ausgang des Übernahmeangebots interessiert.

Bei Betrachtung der kurzfristigen Prämien zeigt sich ein etwas anderes Bild, was in Abbildung 21 deutlich wird. Für $t=-20T$ liegt die Prämie der Anbietergruppe, die über 90% an der Zielgesellschaft besitzen, zwar immer noch über den Prämien, die alle anderen zu zahlen bereit sind, doch für $t=-1T$ und $\emptyset 20T$ gilt dies nicht mehr. Bei diesen Vergleichskursen stechen die Prämien der Aktionäre hervor, die weniger als 10% an der Zielgesellschaft besitzen, und der Gruppe, deren Anteil zwischen 66,67% und 90% liegt. Allerdings sind in der kurzen Frist die Prämienunterschiede zwischen den einzelnen Gruppen in den meisten Fällen nicht signifikant.

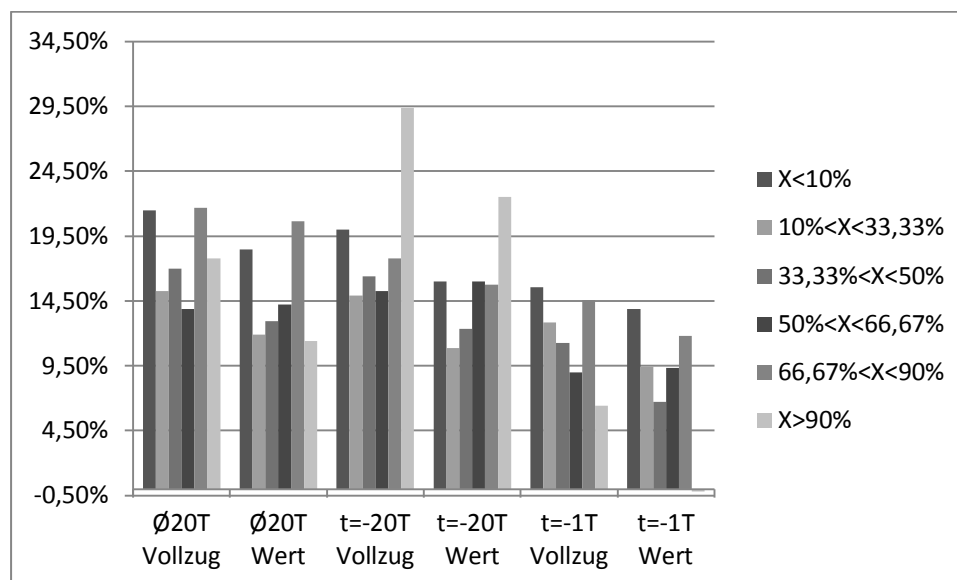


Abb. 22: Kurzfristige Prämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen des Anbieters

Mit Ausnahme der Anbieter, deren Anteil unter 10% liegt, sind die langfristigen Prämien tendenziell höher als die kurzfristigen Prämien. Dies deutet darauf hin, dass bei diesen Übernahmeangeboten der Kurs im Vorfeld der Übernahme entweder durch Insidertransaktionen oder durch Übernahmegerüchte gestiegen und die Prämie damit gesunken ist.

Das heißt also, dass Anbieter, die bisher noch keinen bzw. einen Anteil unter 10% an der Gesellschaft besitzen, eher den Überraschungsmoment für sich ausnutzen können.

Als nächstes werden die Anbieter, die bei Unterbreitung des Angebots bereits Aktionäre der Zielgesellschaft sind, danach differenziert, ob deren Anteilsbesitz seit mehr oder weniger als einem Jahr besteht. Ob ein Anbieter bereits seit mehr als einem Jahr Aktionär der Zielgesellschaft ist, wurde mittels des Aktienführers sowie der Angebotsprospekte ermittelt. Bei Betrachtung der durchschnittlichen Vergleichskurse zahlen diejenigen Anbieter, die ein Jahr vor Unterbreitung des Angebots noch kein Aktionär der Zielgesellschaft waren, eine zwischen 2,17 und 3,6 Prozentpunkten kleinere Prämie als diejenigen Anbieter, deren Aktionärsstellung seit mehr als einem Jahr besteht. Werden aber Stichtagskurse als Vergleichskurse herangezogen, zeigt sich auf mittel- bis kurzfristige Sicht ein anderes Bild. Für die Zeitpunkte $t=-6M$, $t=-3M$ und $t=-20T$ liegt die Prämie der Anbieter, die seit mehr als einem Jahr an der Zielgesellschaft beteiligt sind, zwischen 3,33 und 6,64 Prozentpunkten unterhalb der Prämie, die die andere Anbietergruppe zu zahlen bereit ist.

Insgesamt zeigt die Differenzierung nach der Höhe des Anteilsbesitzes des Anbieters, dass die Aktionäre tendenziell höhere Prämien erzielen, wenn der Anbieter bereits Aktionär der Gesellschaft ist,⁹⁶⁵ und dass die langfristigen Prämien besonders hoch sind, wenn der Stimmrechtsanteil des Anbieters über 90% liegt.

Im Folgenden werden die Anbieter der einzelnen Stimmrechtsgruppen noch nach der Nationalität unterschieden.⁹⁶⁶ Wie bereits schon bei Betrachtung der Nationalität der Anbieter beschrieben, zahlen internationale Anbieter höhere Prämien als Schweizer Anbieter. Dies gilt bei der Unterscheidung anhand der bisherigen Beteiligung des Anbieters an der Zielgesellschaft nicht für alle Stimmrechtsgruppen. So zahlen Schweizer Anbieter, deren Anteil zwischen 33,33% und 50% an der Zielgesellschaft beträgt, eine zwischen 3,09 und 51,57 Prozentpunkten höhere Prämie als internationale Anbieter mit dem gleichen Stimmrechtsanteil. Für die Randgruppen, d.h. für die Anbieter, deren Anteil entweder über 90% oder unterhalb von 10% liegt, zeigt sich ein eher uneinheitliches Bild. Bei den übrigen Stimmrechtsgruppen liegt die Prämie, die von internationalen Anbietern bezahlt wird, wieder über der Prämie der Schweizer Anbieter. Der Vergleich zwischen deutschen und

⁹⁶⁵ Beim Vergleich der Gruppen „bisher bereits Aktionär“ und „bisher noch kein Aktionär“ zahlt die erste Gruppe bis zu 20 Prozentpunkte höhere Prämien. Allerdings ist die Aussagekraft dadurch eingeschränkt, dass von allen Angeboten im Untersuchungszeitraum nur drei Anbieter zum Zeitpunkt der Ankündigung des Angebots noch nicht an der Zielgesellschaft beteiligt waren.

⁹⁶⁶ Es sei angemerkt, dass die einzelnen Gruppen teilweise eine sehr geringe Fallzahl aufweisen, was zu Lasten der Aussagekraft gehen kann.

internationalen Anbietern zeigt, dass mit steigendem Stimmrecht die Prämien der internationalen Anbieter diejenigen der deutschen Anbieter tendenziell übersteigen. Dies gilt auch für den Vergleich zwischen deutschen und Schweizer Anbietern.

Die langfristigen Prämien, die Schweizer Anbieter zu zahlen bereit sind, zeigen ein ähnliches Bild, wie schon bei der Einteilung in Stimmrechtsgruppen beschrieben. Dies bedeutet, dass auch hier die Anbieter mit einem Stimmrechtsanteil von über 90% deutlich mehr zahlen als die übrigen Gruppen. Bei den kurzfristigen Prämien stechen im Gegensatz dazu besonders diejenigen Schweizer Anbieter heraus, die zwischen 33,33% und 50% an der Zielgesellschaft besitzen.

Bei internationalen Anbietern dagegen zahlen langfristig betrachtet Anbieter, deren Anteil zwischen 10% und 33,33% liegt, die höchsten Prämien. Auf kurze Frist gesehen zeigt sich eher ein uneinheitliches Bild. Was jedoch sowohl lang- als auch kurzfristig auffällt, ist die Tatsache, dass die internationalen Anbieter, die zwischen 33,33% und 50% an der Zielgesellschaft besitzen, mit deutlichem Abstand die niedrigsten Prämien bezahlen.

Klammert man bei Betrachtung der langfristigen deutschen Prämien den einen Anbieter aus, der alleine die Gruppe mit einem Stimmrechtsanteil zwischen 33,33% und 50% darstellt, so zahlen – wie schon bei internationalen Investoren – die Anbieter, deren Anteil an der Zielgesellschaft zwischen 10% und 33,33% beträgt, die höchsten Prämien. Kurzfristig zahlen die deutschen Anbieter mit steigendem Anteilsbesitz immer kleinere Prämien.

4.3.7.3 Strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften

Nicht nur die Einteilung der Anbieter im Hinblick auf die Nationalität oder anhand der Beteiligung an der Zielgesellschaft ist von Interesse, sondern auch anhand des Interesses an der Zielgesellschaft. Das bedeutet, die Anbieter werden in die folgenden drei Gruppen eingeteilt: strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften. Als Finanzinvestoren werden diejenigen Anbieter klassifiziert, deren Geschäftszweck laut Angebotsprospekt das Halten und Verwalten von Beteiligungen ist. In der Gruppe der Investmentgesellschaften sind alle Übernahmeangebote enthalten, die von einer Investmentgesellschaft für eine andere Investmentgesellschaft unterbreitet werden. Alle übrigen Investoren werden der Gruppe der strategischen Investoren zugeordnet.

Vergleichskurs	strategischer Investor	Finanzinvestor	Investmentgesellschaft	Vergleichskurs	strategischer Investor	Finanzinvestor	Investmentgesellschaft
Ø12M Vollzug	24,79%	10,05%	6,27%	t=-12M Wert	25,32%	24,58%	5,95%
Ø12M Wert	19,96%	9,75%	6,31%	t=-6M Vollzug	23,70%	4,09%	8,36%
Ø6M Vollzug	25,28%	10,18%	5,77%	t=-6M Wert	18,71%	3,60%	9,55%
Ø6M Wert	20,70%	9,55%	5,52%	t=-3M Vollzug	25,96%	11,43%	4,68%
Ø3M Vollzug	25,29%	13,62%	5,97%	t=-3M Wert	21,45%	11,33%	3,85%
Ø3M Wert	20,97%	13,11%	5,43%	t=-20T Vollzug	21,95%	11,81%	12,84%
Ø20T Vollzug	23,90%	12,82%	5,33%	t=-20T Wert	16,67%	11,50%	15,46%
Ø20T Wert	18,89%	12,08%	6,14%	t=-1T Vollzug	15,70%	12,53%	1,18%
t=-12M Vollzug	31,44%	23,18%	6,31%	t=-1T Wert	10,74%	11,98%	0,27%

Tab. 34: Prämien, die von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften geboten werden

Anhand Tabelle 34 ist zu erkennen, dass Investmentgesellschaften eine bis zu 25,13 Prozentpunkte geringe Prämie als strategische Investoren und eine bis zu 18,63 Prozentpunkte geringe Prämie als Finanzinvestoren zu zahlen bereit sind. Strategische Investoren wiederum zahlen eine bis zu 19,61 Prozentpunkte höhere Prämie als Finanzinvestoren.⁹⁶⁷ Während die Prämiendifferenzen zwischen strategischen Investoren und Investmentgesellschaften zum größten Teil hochsignifikant sind, sind die Differenzen zwischen Investmentgesellschaften und Finanzinvestoren mit Ausnahme von t=-12M (Vollzug) und t=-1T (Wert und Vollzug) nicht signifikant verschieden. Die Prämiendifferenzen zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren sind zum größten Teil signifikant. Dass die Prämien bei strategischen Investoren am größten sind, kann damit erklärt werden, dass die Aktionäre an den zu erwartenden Synergiegewinnen teilweise partizipieren. Denn der Nettobarwert der Übernahme für den Anbieter ergibt sich aus der Differenz zwischen den zu erwartenden Synergien und der Übernahmeprämie.⁹⁶⁸ Der Anbieter muss bedenken, dass der Nettobarwert zwar mit sinkender Übernahmeprämie steigt, allerdings besteht dann die Gefahr, dass bei einer zu geringen Übernahmeprämie die Aktionäre nicht zur Andienung bereit sind, und die Übernahme damit scheitert. Die im Vergleich hohen Übernahmeprämien bei strategischen Investoren deuten also darauf hin, dass dieser Gruppe der Erfolg der Übernahme besonders wichtig ist. Werden in den Prospekten Angaben zu den erwarteten Synergiegewinnen

⁹⁶⁷ Die volumenbereinigten Durchschnittskurse sorgen für eine Verringerung der Prämiendifferenz zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren um bis zu 2,09 Prozentpunkte. Die Prämiendifferenz zwischen strategischen Investoren und Investmentgesellschaften erhöht sich jedoch um bis zu 4 Prozentpunkte, zwischen Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften sogar um bis zu 6 Prozentpunkte. Dies hängt damit zusammen, dass die volumenbereinigten Prämien der Investmentgesellschaften bis zu 5,67 Prozentpunkte geringer sind als die unbereinigten Prämien. Dagegen sind die volumenbereinigten Prämien der strategischen Investoren maximal um 1,72 Prozentpunkte kleiner als die unbereinigten Prämien. Bei den Finanzinvestoren übersteigen die volumenbereinigten Prämien die unbereinigten sogar um bis zu 0,9 Prozentpunkte.

⁹⁶⁸ Vgl. ROSS/WESTERFIELD/JAFFE(2002), S. 836.

gemacht, können die Aktionäre selbst abschätzen, inwieweit sie der Anbieter am Gewinn partizipieren lässt. Allerdings verzichten die meisten Anbieter in der Regel auf eine wertmäßige Angabe der Synergiegewinne. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass die hohen Übernahmeprämien auch auf einer Überschätzung der potentiellen Synergieeffekte beruhen.⁹⁶⁹

Werden strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaft hinsichtlich ihrer Nationalität unterschieden, so zeigt sich, dass bei Schweizer Anbietern strategische Anbieter nicht mehr generell höhere Übernahmeprämien zahlen. Für die Hälfte der Vergleichskurse liegt die Prämie der Schweizer Finanzinvestoren bis zu 10,62 Prozentpunkte über der Prämie, die Schweizer strategische Investoren zu zahlen bereit sind. Die Prämien der Schweizer Investmentgesellschaften dagegen sind – bis auf wenige Ausnahmen – kleiner als die der Schweizer strategischen Investoren bzw. als die der Schweizer Finanzinvestoren.

Bei internationalen Anbietern zahlen wieder die internationalen strategischen Investoren in jedem Fall die höchsten Prämien, die bis zu 38,32 Prozentpunkte größer als die der internationalen Finanzinvestoren und bis zu 50,65 Prozentpunkte größer als die der internationalen Investmentgesellschaften ausfallen. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Betrachtung der deutschen Anbieter. Auch hier erzielen die Aktionäre der Zielgesellschaft bei einem Angebot, das von einem deutschen strategischen Investor unterbreitet wird, die höchsten Prämien.⁹⁷⁰

Werden strategische Investoren nach der Herkunft unterschieden, so zahlen Schweizer Anbieter eine bis zu 16,53 Prozentpunkte niedrigere Prämie als internationale Anbieter. Kurz- und mittelfristig sind die Prämien der deutschen Anbieter 15 Prozentpunkte höher als die der Schweizer Anbieter, langfristig aber bis zu 9,54 Prozentpunkte geringer.

Die Differenzierung der Finanzinvestoren hinsichtlich ihrer Herkunft gestaltet sich schwierig, da nur drei davon internationale Anbieter sind, und einer aus Deutschland kommt. Tendenziell zeigt sich allerdings, dass Schweizer Finanzinvestoren höhere Prämien zu zahlen bereit sind als ausländische Finanzinvestoren. Die gleichen Probleme zeigen sich beim Vergleich der Investmentgesellschaften, von denen fünf in Deutschland domiziliert sind, und eine als internationaler Anbieter einzustufen ist. Die Tendenz weist auch hier wieder darauf

⁹⁶⁹ Vgl. FREDERIKSLUST/WAL/WESTDIJK(2005), S. 4.

⁹⁷⁰ Die Aussagekraft für einen Vergleich der Investoren bei internationalen und deutschen Anbietern wird durch die geringe Fallzahl im Vergleich zu Schweizer Anbietern eingeschränkt.

hin, dass Prämien, die von Schweizer Investmentgesellschaften bezahlt werden, höher sind als die der ausländischen Investmentgesellschaften.

Im Anschluss sollen die verschiedenen Investoren noch anhand ihrer Stimmrechte in Gruppen eingeteilt werden. Beim Vergleich der strategischen Investoren mit den Finanzinvestoren fällt besonders die Anbietergruppe auf, die mehr als 66,67% und weniger als 90% an der Zielgesellschaft hält. Strategische Investoren, die dieser Gruppe angehören, zahlen eine bis zu 36,17 Prozentpunkte niedrigere Prämie als Finanzinvestoren der gleichen Stimmrechtsgruppe. Bei den übrigen Stimmrechtsgruppen liegen die Prämien der strategischen Investoren wieder tendenziell über denen der Finanzinvestoren. Beim Vergleich zwischen strategischen Investoren und Investmentgesellschaften fallen besonders die Anbieter auf, deren Anteil an der Zielgesellschaft über 90% liegt. Vernachlässigt man den Ausreißer bei $t=20T$,⁹⁷¹ so liegen die Prämien von Investmentgesellschaften bis zu 35 Prozentpunkte über denen der strategischen Investoren. Für die übrigen Stimmrechtsgruppen übersteigt die Prämie der strategischen Investoren wieder tendenziell die Prämie der Investmentgesellschaften. Der Vergleich zwischen Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften zeigt ein sehr uneinheitliches Bild, was wohl auf die jeweils geringe Fallzahl zurückzuführen ist.

Bei den langfristigen Prämien, die strategische Investoren zu zahlen bereit sind, liegen die Prämien der Investoren, die zwischen 10% und 33,33% der Stimmrechte halten, und die Prämien derjenigen, die mehr als 90% an der Zielgesellschaft besitzen, über den Prämien der übrigen Stimmrechtsgruppen. Kurzfristig stechen jedoch die Anbieter hervor, deren Anteil zwischen 33,33% und 50% liegt.

Da im Untersuchungszeitraum nur 11 Finanzinvestoren ein Übernahmeangebot unterbreiteten, birgt die Einteilung in die verschiedenen Stimmrechtsgruppen das Risiko, dass durch Ausreißer ein Vergleich verzerrte Ergebnisse erbringt. Bei Elimination der Ausreißer zeigt sich auch hier, dass auf kurze Frist mit steigendem Anteilsbesitz die Übernahmeprämien tendenziell größer sind. Kurzfristig fallen besonders die beiden Finanzinvestoren auf, die zwischen 66,67% und 90% an der jeweiligen Zielgesellschaft besitzen. Sie zahlen Prämien, die sich in einer Größenordnung um die 50% bewegen, wohingegen die Prämien der übrigen Anbieter kaum die 20%-Marke überschreiten.

Auch bei den Investmentgesellschaften gibt es auf Grund der wenigen Fälle eine eingeschränkte Aussagekraft der Ergebnisse. Es zeigt sich aber genau wie bei den beiden

⁹⁷¹ Hier erzielt die Gruppe der Investmentgesellschaften eine Prämie von über 120%.

anderen Investoren, dass die langfristigen Prämien besonders groß sind, wenn der Anbieter mehr als 66,67% an der Gesellschaft besitzt. Bei Betrachtung der kurzfristigen Prämien fallen besonders die Gruppen von Anbietern auf, die weniger als 10%, und diejenigen, die zwischen 66,67% und 90% an der Zielgesellschaft besitzen.⁹⁷²

Insgesamt zeigt sich also, dass strategische Investoren höhere Prämien als Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften zu zahlen bereit sind, besonders wenn es sich um einen ausländischen Anbieter handelt.

4.3.8 Bedingte Angebote versus bedingungslose Angebote

Im Folgenden soll kurz darauf eingegangen werden, welche Auswirkungen die in den Angebotsprospekten gemachten Bedingungen auf die Höhe der Übernahmeprämie haben. Zunächst werden die Angebote danach klassifiziert, ob der Erfolg überhaupt von bestimmten Bedingungen abhängig gemacht wird. Dazu werden die Angebote in zwei Gruppen eingeteilt. In der ersten Gruppe befinden sich alle Angebote, die von einer oder mehreren Bedingungen abhängig gemacht werden. Die zweite Gruppe enthält die bedingungslosen Angebote. Tabelle 35 zeigt die Übernahmeprämien dieser beiden Gruppen.

Vergleichskurs	bedingtes Angebot	bedingungsloses Angebot	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	bedingtes Angebot	bedingungsloses Angebot	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	21,86%	14,30%	7,56*	t=-12M Wert	24,11%	18,12%	5,99
Ø12M Wert	18,05%	13,28%	4,77	t=-6M Vollzug	18,82%	16,33%	2,49
Ø6M Vollzug	21,98%	14,66%	7,32*	t=-6M Wert	14,51%	15,75%	-1,24
Ø6M Wert	18,47%	13,48%	4,99	t=-3M Vollzug	20,16%	18,17%	1,99
Ø3M Vollzug	23,32%	13,88%	9,44**	t=-3M Wert	16,54%	17,22%	-0,68
Ø3M Wert	20,36%	12,33%	8,03**	t=-20T Vollzug	20,14%	16,43%	3,71
Ø20T Vollzug	23,66%	10,59%	13,07***	t=-20T Wert	16,07%	15,37%	0,70
Ø20T Wert	20,36%	8,99%	11,37**	t=-1T Vollzug	15,87%	6,53%	9,34***
t=-12M Vollzug	28,87%	18,80%	10,07	t=-1T Wert	12,20%	4,47%	7,73**

Tab. 35: Prämien bedingter und bedingungsloser Angebote

Bis auf wenige Ausnahmen weisen bedingte Angebote eine bis zu 13,07 Prozentpunkte höhere Übernahmeprämie auf als bedingungslose Angebote, wobei bei Betrachtung von Durchschnittskursen die Prämienunterschiede zum größten Teil signifikant sind.⁹⁷³ Dies kann

⁹⁷² Zumindest dann, wenn der Ausreißer der Gruppe der Anbieter mit mehr als 90% der Stimmrechte ausgeklammert wird, der für den Zeitpunkt t=-1T über 120% beträgt.

⁹⁷³ Die Prämienunterschiede steigen um bis zu 2,26 Prozentpunkte bei Betrachtung volumenbereinigter Kurse.

damit begründet werden, dass Bedingungen eben dafür sorgen, dass ein Anbieter ein Angebot bei Eintritt eines für ihn ungünstigen Verlaufs als nicht zustande gekommen erklären kann. Damit ist für den Anbieter ein gewisser Teil an Unsicherheit und damit an Risiko genommen. Dieses verminderte Risiko gibt der Anbieter dann in Form einer höheren Übernahmeprämie an die Aktionäre der Zielgesellschaft weiter. Auf der anderen Seite steigt mit den auferlegten Bedingungen für die Aktionäre der Zielgesellschaft das Risiko, dass das Angebot scheitert. Damit die Aktionäre also dem Anbieter die Aktien überhaupt andienen und nicht aus Angst vor einem drohenden Kursverfall bei einem Scheitern des Angebots die Aktien am Markt verkaufen, muss der Anbieter zur Abgeltung der Unsicherheit eine höhere Prämie bezahlen als bei einem bedingungslosen Angebot.

Der Prämienunterschied wird vor allem durch diejenigen Angebote verursacht, deren Erfolg von einem Minimum Limen, also einer Mindestandienungsquote abhängt. Denn unterteilt man die bedingten Angebote in solche mit einem Minimum Limen und in solche ohne eine derartige Bedingung, so liegt die Prämie, die ein Anbieter zu zahlen bereit ist, für Angebote mit Minimum Limen um bis zu 11,69 Prozentpunkte über der Prämie für ein bedingtes Angebot ohne Minimum Limen. Im Vergleich zu bedingungslosen Angeboten ist die Prämie bei Angeboten mit Minimum Limen um bis zu 14,7 Prozentpunkte höher. Dagegen erzielen bedingte Angebote ohne Minimum Limen nicht mehr in jedem Fall eine höhere Prämie als bedingungslose Angebote. Je nach betrachtetem Vergleichskurs schwankt die Prämien-differenz zwischen -5,87 und 20,96 Prozentpunkten.

Es zeigt sich also, dass bedingte Angebote für die Aktionäre der Zielgesellschaft dann zu besonders hohen Übernahmeprämien führen, wenn der Anbieter daran interessiert ist, einen bestimmten Anteil an der Zielgesellschaft zu erlangen und dies zur Bedingung für den Erfolg des Angebots macht.

4.3.9 Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere

Abschließend sollen die Prämien der Angebote, die zu einer Kraftloserklärung geführt haben, mit denjenigen verglichen werden, bei denen es nicht zu einer Kraftloserklärung gekommen ist.

Vergleichskurs	Kraftlos- erklärung	keine Kraft- loserklärung	Differenz in %-Punkten	Vergleichskurs	Kraftlos- erklärung	keine Kraft- loserklärung	Differenz in %-Punkten
Ø12M Vollzug	24,90%	11,26%	13,64 ^{***}	t=-12M Wert	21,87%	21,24%	0,63
Ø12M Wert	20,41%	11,04%	9,37 ^{**}	t=-6M Vollzug	23,30%	11,16%	12,14 ^{***}
Ø6M Vollzug	26,52%	9,77%	16,75 ^{***}	t=-6M Wert	18,34%	11,31%	7,03 ^{**}
Ø6M Wert	22,15%	9,75%	12,40 ^{***}	t=-3M Vollzug	26,16%	11,12%	15,04 [*]
Ø3M Vollzug	26,95%	10,28%	16,67 ^{***}	t=-3M Wert	21,61%	11,45%	10,16 ^{**}
Ø3M Wert	22,70%	10,43%	12,27 ^{**}	t=-20T Vollzug	22,33%	13,99%	8,34 [*]
Ø20T Vollzug	25,50%	9,19%	16,31 ^{***}	t=-20T Wert	17,92%	14,07%	3,85
Ø20T Wert	21,31%	9,01%	12,30 ^{***}	t=-1T Vollzug	19,40%	3,12%	16,28 ^{***}
t=-12M Vollzug	27,76%	21,06%	6,70 ^{**}	t=-1T Wert	14,19%	3,02%	11,17 ^{***}

Tab. 36: Prämienvergleich der Angebote, die zu einer Kraftloserklärung führten, mit den übrigen Angeboten

Diejenigen Angebote, die nach Abschluss des Übernahmeangebots zu einer Kraftloserklärung geführt haben, zeigen im Vergleich zu den übrigen Angeboten eine bis zu 16,75 Prozentpunkte höhere Prämie, wobei die Prämienunterschiede zum größten Teil signifikant sind.⁹⁷⁴ Dieses Ergebnis überrascht nicht, da – wie bereits erwähnt – in der vorliegenden Untersuchung und in früheren Studien ein positiver Zusammenhang zwischen der Höhe der Übernahmeprämie und dem Erfolg des Angebots festgestellt werden konnte. Dies bedeutet, dass ein Anbieter, der die Schwelle von 98% der Stimmrechte erreichen möchte, den Aktionären der Zielgesellschaft ein attraktives Angebot unterbreiten muss, was wiederum nach einer höheren Übernahmeprämie verlangt.

Dass es allerdings Fälle gab, in denen der Börsenkurs nicht die Untergrenze für die Zahlung beim Angebot und damit bei der späteren Kraftloserklärung ist, zeigt ein Blick auf die Anzahl der Angebote mit negativer Übernahmeprämie. Bei Betrachtung von t=-12M weisen mehr als ein Drittel der betrachteten Angebote, die zu einer Kraftloserklärung geführt haben, eine negative Übernahmeprämie auf. Auch für Ø20T zeigen sich bei zehn von 47 Angeboten negative Prämien.⁹⁷⁵ Sofern also bei einem Angebot die Mindestpreisvorschriften nicht greifen, sind die Minderheitsaktionäre bei einer späteren Kraftloserklärung vor einer willkürlichen Preisfestsetzung nicht geschützt. Bei fünf Angeboten, die zu einer Kraftloserklärung geführt haben, liegt dann auch der abgezinste Angebotspreis, bezogen auf den Wert des Angebots am Ankündigungstag, unterhalb des Mindestpreises, der sich aus den durchschnittlichen Eröffnungskursen der letzten 30 Börsentage vor der Ankündigung ergibt. Bei der Compagnie Financière Michelin (2002) beträgt die Prämie -10,5%, bei der Alusuisse Group AG (2000) liegt sie bei -7,85%, bei der Romande Energie SA (1999) bei -5,96%, bei der Swiss

⁹⁷⁴ Die maximale Prämienunterschied steigt auf 18,40 Prozentpunkte bei Berücksichtigung volumenbereinigter Kurse.

⁹⁷⁵ Jeweils bei Berücksichtigung des Wertes des Angebots am Ankündigungstag.

International Air Lines AG (2005) bei -0,95% und bei der Serono AG (2007) bei -0,59%. Bei Berücksichtigung des Vollzugspreises ergeben sich bei vier Angeboten negative Übernahmeprämien. Bei der Micro Value AG (2008) liegt die Prämie bei -8,47%, bei der Swiss International Air Lines AG (2005) bei -0,95%, bei der Alusuisse Group AG (2000) bei -0,77% und bei der Serono AG (2007) bei -0,59%. Die Unterschiede, die sich bei den Prämien der Alusuisse Group AG (2000) zeigen, liegen daran, dass es sich hierbei um ein gemischtes Tausch- und Kaufangebot handelt, und somit der Wert am Ankündigungstag und der tatsächlich Vollzugpreis unterschiedlich hoch ausfallen. Anzumerken sei ferner, dass das Angebot der Micro Value AG (2008) in den Zeitraum fällt, in dem der Mindestpreis anhand des volumengewichteten Durchschnittskurses der letzten 60 Börsentagen vor der Veröffentlichung des Angebots berechnet wird.

Diese Zahlen machen deutlich, dass es hier an einer Regelung fehlt, die wie in Deutschland zumindest den Börsenkurs als Untergrenze für die bei der Kraftloserklärung gezahlten Gegenleistung festlegt. Seit dem Beschluss des Bundesgerichtshofs zum Fall DAT/Altana gilt hier nämlich der Börsenkurs als Wertuntergrenze bei der Bemessung der Abfindung. Vorher war der Börsenkurs – ebenso wie aktuell noch in der Schweiz – bei der Bemessung der Höhe der Gegenleistung beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre irrelevant.

5 Kursreaktionen auf die Ankündigung öffentlicher Übernahmeangebote

5.1 Ergebnisse bisheriger Ereignisstudien

Es existiert eine Vielzahl an Studien, die sich mit der Kursreaktion bei der Ankündigung von Übernahmen befasst. Für den Schweizer Kapitalmarkt allerdings gibt es bisher keine veröffentlichte Untersuchung, die sich mit der Kursreaktion bei der Zielgesellschaft im Verlauf eines öffentlichen Übernahmeangebots beschäftigt. Dies könnte - wie schon bei der Besprechung der Übernahmeprämien erwähnt - damit zusammenhängen, dass der Schweizer Übernahmemarkt als unterentwickelt bezeichnet wird. Übernahmen, die Schweizer Zielgesellschaften betreffen, werden – wie schon bei den Studien, die sich mit Übernahmeprämien befassen - bislang nur in länderübergreifenden Studien mitberücksichtigt. Aufgrund der Vielzahl der Studien ist es nicht möglich, alle vorzustellen.

Das Gros der bisherigen Studien ermittelt im Zuge der Bekanntgabe einer Übernahmeabsicht einen Wertzuwachs für die Aktionäre der Zielgesellschaft.⁹⁷⁶ Unterschiede bestehen in einigen weiteren Studien vor allem bezüglich eines eventuellen Mehrwerts für die Aktionäre der Anbieterin. Einige dieser Studien können einen Mehrwert für die Aktionäre des Bieters ermitteln⁹⁷⁷, während andere Studien einen Wertverlust errechnen⁹⁷⁸.

Im Folgenden soll zunächst eine Auswahl an Studien für den deutschen Kapitalmarkt vorgestellt werden. Im Anschluss daran erfolgt die Darstellung verschiedener US-amerikanischer Studien, gefolgt von einer Reihe europäischer Untersuchungen. Eine tabellarische Übersicht über die wichtigsten Ergebnisse der verschiedenen Ereignisstudien findet sich im Anhang auf Seite 413.

⁹⁷⁶ Vgl. für die USA: ELGERS/CLARK(1980), ASQUITH/BEUNWR/MULLINS(1983), MALATESTA(1983), ANDRADE/MITCHELL/STAFFORD(2001), für Deutschland: BÜHNER(1990), GERKE/GARZ/OERKE (1995).

⁹⁷⁷ Vgl. ELGERS/CLARK(1980), JENSEN/RUBACK(1983), LUGATKIN(1987), BÖHMER/LÖFFLER(1999), BÖHMER(2000).

⁹⁷⁸ Vgl. BÜHNER(1990), MALATESTA(1983), ANDRADE/MITCHELL/STAFFORD(2001). MAGENHEIM/MUELLER(1988) errechnen einen signifikanten Wertverlust von mehr als 20% drei Jahre nach der Übernahme, AGRAWAL/JAFFE/MANDELKER(1992) ermitteln eine signifikante Wertvernichtung von 10,7% in den der Übernahmen folgenden fünf Jahren.

5.1.1 Deutsche Ereignisstudien

BLÄTTCHEN(1981) liefert eine der frühesten Studien, die sich mit Übernahmen am deutschen Kapitalmarkt beschäftigt. Im Untersuchungszeitraum von 1970 bis 1976 untersucht der Autor die Kursreaktionen auf die Ankündigung von 42 Fusionen.⁹⁷⁹ Die zwei vom Autor gewählten Ereigniszeitpunkte sind zum einen der Monat der letzten Hauptversammlung der Zielgesellschaft und zum anderen der Monat der Dekotierung der Zielgesellschaft. Für den Zeitraum von 7 Monaten vor bis einschließlich des Monats der Hauptversammlung errechnet der Autor mit dem Marktmodell eine signifikante abnormale Rendite von 6,22% und mit dem Two-Factor-Modell eine signifikante Überrendite von 3,37%. Für den Zeitraum von sieben Monaten vor bis einschließlich des Monats der Notierungseinstellung beträgt die signifikante abnormale Rendite -2,66%.⁹⁸⁰ Ein Vergleich mit den Ergebnissen der nachfolgenden Untersuchungen ist nur schwer möglich. Dies liegt in der als problematisch zu sehenden Auswahl des Ereigniszeitpunktes.

Eine weitere sehr frühe Studie, die sich mit den Kursreaktionen bei Übernahmen beschäftigt, ist diejenige von BÜHNER(1990a). Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich von 1973 bis 1985. BÜHNER(1990a) kann in diesem Zeitraum allerdings nur neun börsennotierte Unternehmen identifizieren, die übernommen werden. Es kommen nicht wie bei den meisten Studien tägliche, sondern monatliche Kursdaten zur Anwendung. Zudem wird als Ereignisdatum nicht der Tag der ersten Ankündigung der Übernahmeabsicht gewählt, sondern der Monat der Anzeige des Zusammenschlusses beim Bundeskartellamt.⁹⁸¹ Bei Verwendung des Marktmodells errechnet der Autor eine hochsignifikante kumulierte abnormale Rendite im Zeitraum von 24 Monaten vor dem Ereignisdatum bis 24 Monate nach dem Ereignisdatum von 27,086%. Allerdings ist auf Grund des geringen Stichprobenumfangs sowie auf Grund der Wahl des Ereigniszeitpunkts ein Vergleich mit der vorliegenden Untersuchung schwierig.

GRANDJEANS(1992) analysiert die zwischen März 1982 und Ende 1986 angekündigten Unternehmenszusammenschlüsse. Als Unternehmenszusammenschluss definiert die Autorin diejenigen Transaktionen, die entweder zur Kapitalmehrheit führen oder die bestehenden Machtverhältnisse zugunsten des übernehmenden Unternehmens verstärken.⁹⁸² Da es sich bei den betrachteten Transaktionen in 27 von den 38 Fällen um einen Transfer eines Aktienpakets

⁹⁷⁹ Zur Definition des Fusionsbegriffes vgl. BLÄTTCHEN(1981), S. 160f.

⁹⁸⁰ Die auf den Monat der Notierungseinstellung bezogenen Überrenditen wurden ausschließlich mit dem Two-Factor-Modell errechnet.

⁹⁸¹ Vgl. BÜHNER(1990a), S. 33.

⁹⁸² Vgl. GRANDJEANS(1992), S. 72.

handelt, bei dem die Minderheitsaktionäre außen vor bleiben, ist diese Studie nicht direkt vergleichbar mit den folgenden Studien, die sich vorwiegend mit Transaktionen befassen, bei denen den Minderheitsaktionären eine Gegenleistung für die Abgabe ihrer Aktien geboten wird. Die mit dem mittelwertbereinigten Modell berechneten abnormalen Renditen betragen im Ereignisfenster von 60 Börsentagen vor dem Ankündigungstag bis 60 Tage nach dem Tag der Durchführungsankündigung 2,71%. Am Ereignistag selbst zeigt sich eine abnormale Rendite von 2,76%. Die Überrendite von -1,47% in der Vorperiode [-60;-1] deutet darauf hin, dass der Markt eine Übernahme in diesem Zeitfenster noch nicht antizipiert. Die Autorin differenziert in ihrer Untersuchung außerdem nach der Kapitalbeteiligung. Dabei zeigt sich, dass die abnormale Rendite am Ankündigungstag bei Übernahmen, bei denen das übernehmende Unternehmen bereits eine Kapitalbeteiligung besitzt, mit 1,89% deutlich kleiner ausfällt als die 3,46% bei der Gruppe von Übernahmen, bei der es vorher keine Kapitalbeteiligung des übernehmenden Unternehmens an der Zielgesellschaft gab. Im gesamten Untersuchungszeitraum von 60 Tagen vor der Ankündigung bis 60 Tage nach der Ankündigung der Durchführung erzielt die erste Gruppe (mit Kapitalbeteiligung) eine Überrendite von -1,62%, während die abnormale Rendite der zweiten Gruppe (ohne Kapitalbeteiligung) in diesem Zeitfenster bei 2,93% liegt.

ECKARDT(1999) untersucht diejenigen Akquisitionen, die zwischen 1964 und 1992 stattfinden. Die Studie enthält 113 Mehrheitsbeteiligungen, bei denen ein Unternehmen nach der Akquisition mehr als 50% an der Zielgesellschaft besitzt und 63 Minderheitsbeteiligungen, bei denen der Stimmrechtsanteil nach der Akquisition zwischen 25% und 50% liegt. Die Ergebnisse werden unter Zuhilfenahme des Marktmodells ermittelt. Als Vergleichsindex wählt der Autor den DAFOX.⁹⁸³ Für den kurzfristigen Zeitraum 40 Tage vor der Ankündigung bis 40 Tage nach der Ankündigung errechnet ECKARDT(1999) für Minderheitsbeteiligungen eine signifikante kumulierte abnormale Rendite von -3,26% und für Mehrheitsbeteiligungen eine hochsignifikante kumulierte abnormale Rendite von 5,39%. Am Ankündigungstag erzielen Minderheitsbeteiligungen eine signifikante abnormale Rendite von 0,394%, während Mehrheitsbeteiligungen eine hochsignifikante abnormale Rendite von 0,745% erzielen. Die KAR von 5,205%, die sich ausgehend von 40 Tagen vor der Ankündigung bis einschließlich des Ankündigungstages ergibt, zeigt, dass die Übernahme schon zum größten Teil am Ankündigungstag vom Markt im Kurs verarbeitet ist. Die KAR, die sich in der sehr kurzen Zeitspanne von 5 Tagen um den Ankündigungstag ergibt, beträgt

⁹⁸³ Neben dem DAFOX werden zusätzlich der FAZ-Index und der DAX verwendet. Die hier besprochenen Ergebnisse beziehen sich aber alle auf den DAFOX.

3,29%. ECKARDT(1999) untersucht die langfristigen Reaktionen, indem er die KAR errechnet, die sich im Zeitraum von 52 Wochen vor dem Ankündigungstag bis 52 Wochen nach der Durchführung ergibt. Für Mehrheitsbeteiligungen liegt sie bei 22,41% und ist hochsignifikant. Zusätzlich untersucht der Autor auch die Kursreaktionen, die sich bei Übernahmen zeigen, bei denen das übernehmende Unternehmen noch keine Beteiligung an der Zielgesellschaft besitzt und bei denen das übernehmende Unternehmen bereits beteiligt ist. Für die erste Gruppe von 59⁹⁸⁴ Unternehmen ergibt sich eine hochsignifikante KAR im Zeitfenster von 40 Tagen um den Ankündigungszeitraum von 8,00% und für die zweite Gruppe eine insignifikante KAR von 2,54%. Bei der langfristigen Betrachtungsweise von 52 Wochen vor der Ankündigung bis 52 Wochen nach der Durchführung liegt die KAR der Zielgesellschaften, bei denen das übernehmende Unternehmen vor der Übernahme noch nicht an der Zielgesellschaft beteiligt war, bei 38,46%, bei der zweiten Gruppe bei 6,68%. Auch für die übrigen betrachteten Zeitfenster liegt die KAR der Unternehmen der ersten Gruppe über denen der zweiten Gruppe. Dies zeigt, dass der Markt stärker auf eine Übernahme reagiert, bei der das übernehmende Unternehmen noch nicht beteiligt ist. Dies könnte auch damit zusammenhängen, dass bei einer schon bestehenden Beteiligung im Vorfeld mit einer Übernahme gerechnet wird, und sich dies bereits im Aktienkurs der Zielgesellschaft niederschlägt. Neben der Unterscheidung im Hinblick auf die vorherige Beteiligung beschäftigt sich der Autor auch mit der KAR im Zeitablauf. Dazu unterteilt er die Stichprobe wieder in zwei Gruppen. Die erste Gruppe beinhaltet diejenigen 42 Übernahmen, die in den 1980er und 1990er Jahren stattgefunden haben, die zweite Gruppe die 71 Übernahmen der 1960er und 1970er Jahre. Im Zeitfenster von 40 Tagen um den Ankündigungstag beträgt die KAR der ersten Gruppe hochsignifikante 9,00%, die der zweiten Gruppe signifikante 3,26%. Auf lange Frist erzielt wieder die erste Gruppe mit signifikanten 32,46% eine größere KAR als die zweite Gruppe mit signifikanten 16,54%. Auch für die übrigen Zeitfenster liegt die KAR der ersten Gruppe über der der zweiten Gruppe. Dies zeigt, dass die kumulierten abnormalen Renditen im Zeitablauf angestiegen sind.

In seiner 1999 erschienenen Studie beschäftigt sich SCHELLER(1999) mit den zwischen 1981 und 1996 angekündigten Übernahmen. Unter einer Übernahme versteht der Autor den Erwerb von mehr als 50% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft.⁹⁸⁵ Insgesamt erfüllten 34 Zielgesellschaften die vom Autor gewählten Kriterien. Die abnormalen Renditen werden mit Hilfe des mittelwertbereinigten Modells berechnet. Im gesamten Untersuchungszeitraum von

⁹⁸⁴ Im Folgenden werden nur noch die Ergebnisse für Mehrheitsbeteiligungen vorgestellt.

⁹⁸⁵ Vgl. SCHELLER(1999), S. 17.

60 Tagen um den Ankündigungstag herum beträgt die abnormale Rendite -7,62%. Am Ereignistag dagegen kann eine positive abnormale Rendite von 1,59% beobachtet werden. Neben dem 60-tägigen Ereignisfenster betrachtet der Autor zusätzlich die langfristigen Überrenditen, die sich ein Jahr, zwei Jahre, drei Jahre und fünf Jahre nach der Ankündigung einstellen. In der Periode [0;+250] liegt die signifikante abnormale Rendite bei -20,20%.

GERKE/GARZ/OERKE(1995) analysieren die Kursreaktionen von 19 Übernahmen, die zwischen 1987 und 1992 stattfinden. Unter Unternehmensübernahmen sind diejenigen Transaktionen zu verstehen, bei denen das akquirierende Unternehmen nach Abschluss der Transaktion über mehr als 50% am stimmberechtigten Eigenkapital verfügt.⁹⁸⁶ Unter Zugrundelegung des mittelwertbereinigten Modells ermitteln die Autoren eine kumulierte abnormale Rendite im Zeitraum von 40 Tagen um den Ankündigungstag, die zwischen drei und vier Prozent liegt.⁹⁸⁷ Im Zeitraum von 40 Tagen vor bis einschließlich zum Ankündigungstag liegt die signifikante kumulierte abnormale Rendite bei 8,78%. Dies zeigt, dass ein Teil der KAR wieder nach dem Ankündigungstag verloren geht. Die hochsignifikante kumulierte abnormale Rendite von 2,24% einen Tag vor der Ankündigung bis einschließlich zum Ankündigungstag deutet darauf hin, dass die vorher beschriebenen 8,78% durch Übernahmespekulationen vor dem Ankündigungstag zustande kommen.

Die in Deutschland 2002 neu eingeführte Möglichkeit des Zwangsausschlusses und die damit einhergehenden Kursreaktionen untersuchen MOSER/PRÜHER(2002). Dazu werden die 17 Squeeze-Outs betrachtet, die in den ersten drei Monaten nach Inkrafttreten der neuen Regelung angekündigt wurden. Die mit Hilfe des CAPM errechnete abnormale Rendite am Ankündigungstag beträgt 2,7%, diejenigen von einem Tag vor der Ankündigung bis einen Tag danach 5,4%.

Auch ELSLAND/WEBER(2004) beschäftigen sich ebenso wie MOSER/PRÜHER(2002) mit Squeeze-Out-Fällen. Für die 131 Fälle von 2002 bis 2003 errechnen sie mit Hilfe des Marktmodells eine abnormale Rendite am Ankündigungstag von 5,0621%. Aus der Gesamtstichprobe heraus wird eine Teilstichprobe von 64 Fällen gebildet, für die zusätzliche Informationen zur Verfügung stehen. Für diese Teilstichprobe beträgt die abnormale Rendite am Ankündigungstag 4,9%. Von dieser Teilstichprobe konnten die Autoren 31 Unternehmen identifizieren, bei denen bei einer vorherigen Transaktion – wie beispielsweise bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag – eine Abfindung angeboten wurde, die nun

⁹⁸⁶ Vgl. GERKE/GARZ/OERKE(1995), S. 805, FN. 2.

⁹⁸⁷ Der Wert wurde der Abbildung der KAR entnommen. Er wurde von den Autoren nicht näher beziffert.

beim Squeeze-Out als Benchmark fungiert. Diese Unternehmen haben eine um durchschnittlich 2,4 Prozentpunkte kleinere abnormale Rendite in $t=0$ als die restlichen 33 Unternehmen, bei denen es keine derartige Benchmark gibt. Außerdem untersuchen die Autoren, ob die Bekanntmachung der Abfindungshöhe einen Einfluss auf die AR nimmt. Für die 28 Unternehmen, bei denen die Höhe der Abfindung am Ankündigungstag bekannt gemacht wurde, liegt die AR bei 2,8257%, bei den übrigen 36 Unternehmen bei 0,5860%. Dies zeigt für die Fälle, in denen die Abfindungshöhe nicht bekannt ist, dass zwar am Markt damit gerechnet wird, dass die Abfindung über dem aktuellen Börsenpreis liegt, aber die Unsicherheit dafür sorgt, dass die AR geringer ausfällt, als bei den Fällen, bei denen diese Unsicherheit nicht besteht. Zusätzlich zu den bisherigen Untersuchungen beschäftigen sich ELSLAND/WEBER(2004) noch mit dem Einfluss der bisherigen Stimmrechte des Mehrheitsaktionärs. Dazu werden wieder zwei Gruppen identifiziert. In der ersten Gruppe sind all die Unternehmen enthalten, bei denen der Hauptaktionär bereits seit mehr als einem Jahr vor Einführung der neuen Squeeze-Out-Regelung über mehr als 95% verfügt. In der zweiten Gruppe sind die Unternehmen enthalten, bei denen der Hauptaktionär die 95%-Schwelle erst kurz vor der Ankündigung überschreitet. Bei der ersten Gruppe zeigt sich eine abnormale Rendite am Ankündigungstag von 3,5937%, bei der zweiten Gruppe von 0,3930%. Dieses Ergebnis wird von den Autoren damit begründet, dass der Ankündigungseffekt bei der ersten Gruppe höher ist, weil die Squeeze-Out-Wahrscheinlichkeit vom Markt geringer eingeschätzt wurde, da der Hauptaktionär bereits vorher die Möglichkeit eines Ausschlusses hatte.⁹⁸⁸

Die zwischen 1995 und 2002 angekündigten Going Private-Transaktionen sind Untersuchungsgegenstand bei EISELE(2006). Unter einem Going Private werden dabei Transaktionen verstanden, die zu einem regulären oder einem kalten Delisting führen. Bei einem regulären Delisting kommt es zu einer Einstellung der Börsennotierung. Unter dem Begriff des kalten Delisting sind Verschmelzungen, Formwechsel, Eingliederungen, übertragende Auflösungen sowie Squeeze-Outs zusammengefasst. EISELE(2006) kann für den Untersuchungszeitraum 37 Unternehmen identifizieren, bei denen eine Going Private-Transaktion angekündigt wurde. Diese Unternehmen weisen am Ankündigungstag eine hochsignifikante abnormale Rendite von 10,12% auf. In der insgesamt betrachteten Ereignisperiode von $[-20;+20]$ liegt die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite bei 24,80%. Die hochsignifikante Überrendite von 3,62% am Tag vor der Ankündigung wird vom

⁹⁸⁸ Vgl. ELSLAND/WEBER(2004), S. 19. Das Ergebnis ist wohl auch damit zu begründen, dass nicht mehr geboten wird, als bei der kurz vorher erfolgten Übernahme.

Autor damit begründet, dass es an diesem Tag entweder zu Insiderhandel gekommen ist, oder dass es nicht auszuschließen ist, dass der Markt bereits einen Tag vor dem gefundenen Ankündigungstag über das Going Private informiert war.⁹⁸⁹ Bei der Unterteilung der Transaktionen nach dem Initiator gibt es keine signifikanten Unterschiede zwischen Finanzinvestoren und strategischen Investoren. Im Zeitfenster [-5;+5] liegt die Überrendite bei einer durch einen Finanzinvestor initiierten Transaktion bei 23,28%, bei der eines strategischen Investors bei 20,49%.

KEMPER(2007) beschäftigt sich in seiner Untersuchung mit den Börsenrückzügen, die zwischen dem 1. Januar 1990 und dem 30. Juni 2001 vollzogen wurden. Als Ankündigungstag wählt der Autor den Tag, an dem die Absicht zum Börsenrückzug bekannt gegeben wird. In der Stichprobe sind Asset Deals, Eingliederungen, Formwechsel, Verschmelzungen und Zulassungswiderrufe enthalten, wobei Verschmelzungen mit einem Anteil von 35 Prozent die größte Gruppe darstellen. Für die 73 betrachteten Gesellschaften errechnet KEMPER(2007) mit dem Marktmodell für eine Zeitspanne von 40 Tagen um den Ankündigungstag herum eine signifikante abnormale Rendite von 3,9%. Dass es auch vor der Bekanntgabe eines Börsenrückzugs zu Spekulationen kommt, zeigt die hochsignifikante abnormale Rendite von 3,3%, die sich im Zeitfenster von 40 Tagen bis einschließlich einen Tag vor der Ankündigung ergibt. Dass der Markt dann aber die tatsächliche Ankündigung wenig positiv aufnimmt, wird anhand der ebenfalls hochsignifikanten abnormalen Rendite von 3,0% deutlich, die sich von 40 Tagen vor bis einschließlich zum Ereigniszeitpunkt ergibt.

BIMBERG(2009) analysiert 88 öffentliche Kaufangebote, die zwischen dem 1. Januar 2002 und dem 31. März 2004 unterbreitet wurden. Die abnormalen Renditen werden mittels des Marktmodells berechnet. Im gesamten Ankündigungszeitraum, der sich von 70 Tagen vor der Ankündigung bis einschließlich 40 Tage danach erstreckt, errechnet der Autor eine hochsignifikante abnormale Rendite von 35,96%. Im Ereigniszeitraum von 40 Tagen um den Ankündigungstag herum beträgt die abnormale Rendite 32,31% und ist ebenso hochsignifikant. In diesem Ereignisfenster liegen die Renditen der einzelnen Zielgesellschaften zwischen -122,32% und 152,28%. Vorangegangene Übernahmespekulationen schlagen sich in der hochsignifikanten abnormalen Rendite von 16,88% nieder, die sich für einen Zeitraum von 70 bis einen Tag vor der Ankündigung ergibt. Das bedeutet, dass etwa die Hälfte der sich im Gesamtzeitraum ergebenden abnormalen Rendite bereits im Vorankündigungszeitraum gebildet wird. Am Ereignistag selbst beträgt die hochsignifikante abnormale Rendite 15,16%.

⁹⁸⁹ Vgl. EISELE(2006), S. 166.

Dass sich am darauffolgenden Tag nur eine insignifikante abnormale Rendite von 0,06% zeigt, weist darauf hin, dass zusätzliche Informationen rund um das Kaufangebot keinen zusätzlichen Informationswert aufweisen. In der Durchführungsphase, die einen Tag nach der Ankündigung beginnt und mit dem Tag der Durchführung endet, zeigt sich eine abnormale Rendite von 5,42%, die allerdings nicht signifikant ist. Im Anschluss an die Untersuchung der Gesamtstichprobe erfolgt eine Einteilung der Kaufangebote nach der Erwerbsart. Von den 88 Kaufangeboten sind 24 als Erwerbsangebote, 28 als Pflichtangebote und 36 als Übernahmeangebote ausgestaltet. Der Vergleich zeigt, dass Übernahmeangebote im Zeitfenster von 40 Tagen um den Ankündigungszeitpunkt herum mit 38,75% die größte abnormale Rendite erzielen. Bei Pflichtangeboten beträgt die abnormale Rendite 30,01%, bei Erwerbsangeboten 25,32%. Am Ankündigungstag selbst kehrt sich die Rangfolge wieder herum. Die abnormale Rendite der Erwerbsangebote liegt mit 19,32% über der der Übernahmeangebote mit 16,47% und deutlich über der der Pflichtangebote mit 9,93%. In der Durchführungsphase ergibt sich erneut eine anders gerichtete Rangfolge. Hier liegen Pflichtangebote mit einer signifikanten abnormalen Rendite von 11,19% deutlich über den insignifikanten abnormalen Renditen der Erwerbsangebote (7,24%) und der Übernahmeangebote (-0,28%). Schließlich untersucht BIMBERG(2009) noch den Einfluss, den die Gerüchtebildung in der Vorankündigungsphase auf die abnormalen Renditen am Ereignistag nimmt. Dazu werden 11 Unternehmen identifiziert, bei denen es im Vorfeld der Übernahme zu Gerüchtebildung gekommen ist. Am Tag der Gerüchtebildung weisen diese 11 Unternehmen eine signifikante abnormale Rendite von 6,23% auf. Am Ankündigungstag des Kaufangebots zeigt sich für diese Gruppe eine signifikante abnormale Rendite von 17,43%, während diese für die übrigen 77 Unternehmen, bei denen es nicht zur Gerüchtebildung kam, bei 14,84% liegt. Da aber der Unterschied nicht signifikant ist, zeigt sich, dass bei Gerüchtebildung im Vorfeld eines öffentlichen Kaufangebots kein Einfluss auf die abnormalen Renditen am Ankündigungstag festzustellen ist.⁹⁹⁰

5.1.2 US-amerikanische Ereignisstudien

In einer sehr frühen Studie befassen sich KUMMER/HOFFMEISTER(1978) mit denjenigen 88 Kaufangeboten, die zwischen 1956 und 1974 lanciert wurden. Mit Hilfe des CAPM errechnen sie im Monat der Ankündigung eine hochsignifikante kumulierte abnormale

⁹⁹⁰ Vgl. BIMBERG(2009), S. 187.

Rendite von 18,68%. Für die Teilstichprobe der feindlichen Übernahmeangebote differenzieren sie nach dem Erfolg der Angebote. Diejenigen feindlichen Angebote, die für den Anbieter erfolgreich verlaufen sind, erzielen eine kumulierte abnormale Rendite von 19,82%. Feindliche Angebote, die scheiterten, erreichen eine ähnlich hohe kumulierte abnormale Rendite von 19,79%.

Mit konkurrierenden Angeboten beschäftigt sich die Untersuchung von BRADLEY/DESAI/KIM(1988). Die Autoren identifizieren dazu zunächst alle 236 erfolgreichen Übernahmeangebote zwischen 1963 und 1984. Unter Zugrundelegung des Marktmodells ermitteln sie für diese Unternehmen im Zeitfenster von 20 Tagen vor der Ankündigung bis 80 Tage danach eine kumulierte abnormale Rendite von 31,28%. Wird die Gesamtstichprobe unterteilt in die Gruppe der „single bidder“, also diejenigen, bei denen es nur einen Anbieter gibt, und in die Gruppe der konkurrierenden Anbieter, so liegt die KAR der ersten Gruppe mit 24,65% im gesamten Ereigniszeitraum deutlich unter der KAR der zweiten Gruppe mit 45,50%. Am Ereignistag zeigt sich bei der ersten Gruppe eine abnormale Rendite von 14,67% und bei der zweiten Gruppe von 14,12%.⁹⁹¹ Dass die abnormalen Renditen am Ereignistag annähernd gleich sind, zeigt laut den Autoren, dass der Durchschnittswert eines Angebots nicht davon abhängt, ob noch ein Angebot folgt oder nicht.⁹⁹²

SERVAES(1991) untersucht in seiner Arbeit die unterschiedlichen Kursreaktionen bei freundlichen und feindlichen Übernahmen und differenziert dabei im Hinblick auf die gebotene Gegenleistung. Die abnormalen Renditen werden mit Hilfe des Marktmodells bestimmt. Dazu werden zunächst diejenigen 704 Übernahmen ermittelt, die zwischen 1972 und 1987 stattgefunden haben. Der Ereigniszeitraum erstreckt sich vom Ankündigungstag bis zum Ende des Angebots bzw. bis zum Tag des Delistings. Die Gesamtstichprobe erzielt dabei eine hochsignifikante kumulierte abnormale Rendite von 23,64%. Angebote, die mit Zustimmung des Managements der Zielgesellschaft unterbreitet werden, weisen eine kumulierte abnormale Rendite von 21,89% auf, feindliche Angebote eine KAR von 31,77%. Wird nach der Art der Gegenleistung differenziert, so zeigen sich die größten Kursreaktionen mit 26,67% bei Kaufangeboten, gefolgt von 21,05% bei kombinierten Kauf- und Tauschangeboten. Reine Tauschangebote kommen nur auf eine kumulierte abnormale Rendite von 20,47%.

⁹⁹¹ Für die Gesamtstichprobe liegt die abnormale Rendite am Ereignistag bei 14,50%.

⁹⁹² Vgl. BRADLEY/DESAI/KIM(1988), S. 22.

Die verschiedenen Phasen einer Übernahme, mit besonderem Augenmerk auf feindliche Übernahmen, werden von SCHWERT(2000) beleuchtet. Im Zeitraum von 1975 bis 1996 ermittelt er 2296 Übernahmen. In der Vorankündigungsphase („run-up“), also im Zeitfenster von 63 Tagen vor der Ankündigung bis einschließlich einen Tag vor der Ankündigung, beträgt die kumulierte abnormale Rendite 12,4%. In der Durchführungsphase („mark-up“), also im Zeitraum vom Ankündigungstag bis 126 Tage danach, erzielen die betrachteten Unternehmen eine KAR von 9,6%. Im gesamten Untersuchungszeitraum („premium“), der sich von 63 Tagen vor der Ankündigung bis 126 Tage danach erstreckt, liegt die kumulierte abnormale Rendite bei 22%. Falls das übernehmende Unternehmen in den letzten 12 Monaten vor der Ankündigung bereits eine Übernahmeabsicht bekräftigte oder am Markt Gerüchte über eine mögliche Übernahme aufgekommen sind, dann sind die KAR der feindlichen Übernahmeangebote in der Vorankündigungsphase 4,7% höher, in der Durchführungsphase 8,1% niedriger und im Gesamtzeitraum 3,4% niedriger als der Durchschnitt. Sofern außerdem zwischen dem übernehmenden Unternehmen und der Zielgesellschaft vor der Ankündigung der Übernahme keine Verhandlungen stattgefunden haben, zeigt sich ein etwas anders gerichtetes Bild. In der Vorankündigungsphase weisen feindliche Angebote eine 2,2% kleinere KAR und in der Durchführungsphase eine 2,3% größere KAR auf als der Durchschnitt. Im gesamten Untersuchungszeitraum gibt es allerdings so gut wie keinen Unterschied zwischen feindlichen Angeboten und dem Durchschnitt.

Eine der umfangreichsten Studien liefern ANDRADE/MITCHELL/STAFFORD(2001), die 3688 Übernahmen untersuchen, die zwischen 1973 und 1998 stattfinden. Unter Zugrundelegung des Marktmodells ermitteln sie für den Zeitraum einen Tag vor bis einen Tag nach der Ankündigung eine signifikante kumulierte abnormale Rendite von 16%. Im gesamten Ereigniszeitraum, der 20 Tage vor dem Ankündigungstag beginnt und am Ende der Angebotsfrist endet, beträgt die signifikante KAR 23,8%. Wird nach der Art der Gegenleistung unterschieden, so gibt es bei Kaufangeboten die deutlich höheren Kursreaktionen. In der kurzen Frist erzielen Kaufangebote eine KAR von 20,1%, Tauschangebote eine KAR von 13%. Im gesamten Ereignisfenster liegt die KAR der Kaufangebote bei 27,8%, die der Tauschangebote bei 20,8%.

Dass schon vor einer Übernahme der Markt diese antizipiert, zeigen SMITH/KIM(1994). Dazu werden die 177 Übernahmeangebote untersucht, die zwischen 1980 und 1986 unterbreitet wurden. Mit Hilfe des Marktmodells ermitteln die Autoren im Zeitfenster, welches zwischen 60 und 6 Tagen vor dem Angebot liegt, eine signifikante kumulierte

abnormale Rendite von 7,98%. In der darauffolgenden Zeitspanne von fünf Tagen um den Ankündigungstag herum wird eine signifikante KAR von 30,19% erzielt. Der größte Teil dieser KAR wird allerdings nicht am Ankündigungstag und dem Tag davor erzielt, denn die KAR für diese Tage liegt mit 15,84% nur etwa bei der Hälfte der KAR, die sich in der vorher beschriebenen Zeitspanne ergibt. Im Anschluss an die Ankündigung, also im Zeitfenster, welches zwischen sechs und 60 Tage nach der Ankündigung liegt, beobachten die Autoren eine signifikante KAR von -2,95%.

BHAGAT et al. (2005) untersuchen im Zeitraum von 1962 bis 2001 bei 1018 Übernahmeangeboten die unterschiedlichen Kursreaktionen im Hinblick auf die gebotene Gegenleistung, bei Unterscheidung zwischen freundlichen und feindlichen Angeboten und bei konkurrierenden Angeboten. Für die Gesamtstichprobe ermitteln sie zunächst bei Verwendung des Marktmodells im Zeitraum von fünf Tagen um den Ereignistag eine KAR von 30,01%. Bei Betrachtung der KAR im Zeitablauf zeigt sich, dass die KAR tendenziell über die Jahre hinweg ansteigt. Während zwischen Juli 1962 und Juni 1968 eine KAR von 17,96% erzielt wurde, beträgt sie für die Übernahmen zwischen April 2000 und Dezember 2001 durchschnittlich 44,78%. Die KAR bei feindlichen Angeboten liegt mit 28,80% unterhalb der KAR bei freundlichen Angeboten. Wird allerdings nur die Gruppe der konkurrierenden Angebote betrachtet, erzielen feindliche Angebote mit 30,68% eine größere KAR als freundliche Angebote mit 28,48%. Bei der Unterscheidung im Hinblick auf die Art der Gegenleistung haben auch wie in den bisher vorgestellten Studien Kaufangebote mit 31,60% eine deutlich höhere KAR als Tauschangebote mit 12,35%. Der Unterschied wird bei ausschließlicher Betrachtung der konkurrierenden Angebote noch größer. Während bei Kaufangeboten die KAR auf 31,99% ansteigt, fällt sie für Tauschangebote auf 8,00%.

5.1.3 Europäische Studien

FRANKS/HARRIS(1989) analysieren die 1693 Übernahmen, die im Zeitraum von 1955 bis 1985 in Großbritannien stattfinden. Die mit Hilfe des Marktmodells errechnete abnormale Rendite im Zeitfenster zwischen dem Ankündigungstag und 20 Tage danach beträgt 24% für Übernahmeangebote und 14,8% für Fusionen. In Abhängigkeit der vorherigen Beteiligung unterscheiden die Autoren drei Gruppen von Übernahmen. Die erste Gruppe, die alle Übernahmen enthält, bei denen der Anbieter bzw. das übernehmende Unternehmen vor der Übernahme nicht an der Zielgesellschaft beteiligt ist, erzielt im Ereignisfenster eine

abnormale Rendite von 20,9%. Die abnormale Rendite bei einer Beteiligung von unter 30% an der Zielgesellschaft liegt bei 27,5%. Sofern die Beteiligung an der Zielgesellschaft über 30% liegt, beträgt die abnormale Rendite 22,1%. Es zeigt sich also, dass bei einem vorherigen „toehold“ die Kursreaktion größer ist, als wenn vorher keine Beteiligung an der Zielgesellschaft besteht. Wenn allerdings der vorherige toehold die 30% übersteigt, so ist der Unterschied bei der Kursreaktion nicht mehr so groß wie bei einem toehold unter 30%.

Für den französischen Kapitalmarkt analysieren ECKBO/LANGOHR(1989) die 119 Übernahmeangebote, die zwischen 1966 und 1982 lanciert wurden. Die errechneten abnormalen Renditen basieren auf wöchentlichen Daten. Für den Zeitraum von acht bis einer Woche vor der Ankündigung zeigt sich bei erfolgreichen Angeboten eine abnormale Rendite von 2,96% und bei gescheiterten Angeboten von 1,70%. Dies deutet wieder darauf hin, dass der Markt die Übernahme bereits im Vorfeld antizipiert. Im Zeitraum von einer Woche um die Ankündigung weisen erfolgreiche Angebote eine abnormale Rendite von 16,48%, gescheiterte Angebote eine von 15,68% auf. Das gesamte Ereignisfenster dieser Studie erstreckt sich von acht Wochen vor der Ankündigung bis acht Wochen nach dem Ende des Angebots. In diesem Zeitraum erzielen erfolgreiche Angebote eine abnormale Rendite von 13,54%. Bei gescheiterten Angeboten beträgt die abnormale Rendite 12,36%. Dass gescheiterte Angebote in jedem Zeitfenster eine geringere abnormale Rendite aufweisen als erfolgreiche Angebote, lässt darauf schließen, dass gescheiterte Angebote weniger lukrativ sind und damit vom Markt weniger freudig aufgenommen werden als erfolgreiche Angebote. Denn dass ein Zusammenhang zwischen dem Erfolg des Angebots und der dargebotenen Übernahmeprämie besteht, wurde schon im vorherigen Kapitel gezeigt. Schließlich wird die Gesamtstichprobe noch im Hinblick auf die gebotene Gegenleistung unterteilt. Im Vergleich zu den bisherigen Studien zeigen sich bei dieser Untersuchung die größten Unterschiede zwischen Kauf- und Tauschangeboten. Während Kaufangebote im gesamten Ereignisfenster eine abnormale Rendite von 28,5% erreichen, liegt die abnormale Rendite bei Tauschangeboten bei 3,9%.

HOLMÉN/KNOPF(2004) untersuchen die 121 Übernahmeangebote, die in Schweden zwischen 1985 und 1995 unterbreitet wurden. Die abnormalen Renditen werden mit Hilfe des Marktmodells bestimmt. Am Ankündigungstag zeigt sich eine hochsignifikante abnormale Rendite von 10,96%. Im Zeitraum von fünf Tagen um den Ankündigungstag herum beträgt die hochsignifikante abnormale Rendite 16,99%. Dass der größte Teil dieser abnormalen Rendite bereits in der Zeitspanne einen Tag um den Ankündigungszeitpunkt herum generiert

wird, zeigt die sich in diesem Zeitraum ergebende hochsignifikante abnormale Rendite von 15,54%. Mit Hilfe einer anschließenden Regressionsanalyse können die Autoren herausfinden, dass mit steigendem vorherigem Anteilsbesitz des Anbieters an der Zielgesellschaft die abnormale Rendite im 11-tägigen Ereignisfenster signifikant um 9,8% sinkt.⁹⁹³

Die umfangreiche Untersuchung von MARTYNOVA/RENNEBOOG(2006) bezieht sich auf den gesamten europäischen Kapitalmarkt im Zeitraum von 1993 bis 2001. Insgesamt werden 2419 Übernahmen in 28 europäischen Ländern gemeinsam untersucht. In der Gesamtstichprobe sind 175 deutsche, 11 österreichische und 22 schweizerische Übernahmen enthalten. Der gesamte Ereigniszeitraum erstreckt sich von 60 Tagen vor der Ankündigung bis 60 Tage nach der Ankündigung. Dieser Zeitraum wird dann weiter in verschiedene Zeitfenster unterteilt. Im Gesamtzeitraum erzielten alle betrachteten Angebote eine hochsignifikante abnormale Rendite von 26,7%, die unter Zugrundelegung des Marktmodells ermittelt wurde. Auch bei dieser Untersuchung zeigt sich, dass der Markt bereits vor der Übernahme diese antizipiert. Dies wird mit der hochsignifikanten abnormalen Rendite von 11,49% im Zeitraum von 40 bis einen Tag vor der Ankündigung deutlich. Am Ereignistag selbst liegt die hochsignifikante abnormale Rendite bei 9,13%. Dass die Information rund um die Übernahme nicht nur am Ankündigungstag verarbeitet wird, zeigt die hochsignifikante abnormale Rendite von 15,83%, die sich im Zeitraum von fünf Tagen rund um den Ereignistag ergibt. Freundliche Angebote weisen am Ereignistag eine abnormale Rendite von 2,75% auf, wohingegen feindliche Angebote mit 15,47% und neutrale Angebote mit 12,07% deutlich darüber liegen. Auch im gesamten Ereignisfenster von 60 Tagen um den Ereignistag herum erzielten feindliche Angebote mit 43,85% die größte abnormale Rendite, gefolgt von neutralen Angeboten mit 32,24% und freundlichen Angeboten mit 10,22%. Die Unterschiede sind jeweils auf dem 1%-Niveau signifikant. Bei der Unterscheidung im Hinblick auf die gebotene Gegenleistung zeigen auch hier wieder Kaufangebote mit 11,55% am Ereignistag und mit 32,78% im gesamten Untersuchungszeitraum deutlich größere abnormale Renditen als Tauschangebote mit 7,29% und 18,16%. Die Unterschiede sind auch hier wieder auf dem 1%-Niveau signifikant. Für die Teilstichprobe der inländischen Transaktionen und solchen mit ausländischer Beteiligung werden die Übernahmen in verschiedene Ländergruppen eingeteilt. Im Folgenden werden die beiden Ländergruppen miteinander verglichen, die zum einen Großbritannien und Irland und zum anderen Deutschland, Österreich und die Schweiz enthalten. Bei Übernahmen ohne ausländische Beteiligung zeigt sich am Ankündigungstag bei

⁹⁹³ Vgl. HOLMÉN/KNOPF(2004), S. 180.

der ersten Gruppe eine abnormale Rendite von 13,66%, während im deutschsprachigen Raum nur 2,3% realisiert werden. Im gesamten Untersuchungszeitraum liegt die abnormale Rendite für die erste Gruppe mit 36,79% deutlich über der zweiten Gruppe mit 6,4%. Auch bei Übernahmen mit ausländischer Beteiligung sind die abnormalen Renditen, die in Großbritannien und Irland erzielt werden, deutlich über denen der deutschen, österreichischen und Schweizer Übernahmen. Am Ereignistag werden im englischsprachigen Raum 13,80%, im deutschsprachigen Raum 3,48% realisiert. Auf die lange Frist beträgt die abnormale Rendite der ersten Gruppe 48,13%, die der zweiten 11,25%. Unabhängig vom Ländervergleich werden bei Betrachtung aller Übernahmen bei grenzüberschreitenden Übernahmen unabhängig vom betrachteten Ereigniszeitfenster geringere abnormale Renditen erzielt als bei inländischen Übernahmen.

Insgesamt zeigen die vorangehend beschriebenen Studien, dass – mit wenigen transaktionsspezifischen Ausnahmen - bei Ankündigung einer Übernahme auf Seiten der Zielgesellschaft positive abnormale Renditen sowohl am Ankündigungstag als auch in einem Zeitfenster um den Ankündigungstag herum erzielt werden.

5.2 Untersuchungsdesign und Datenbasis

Im Rahmen einer Ereignisstudie werden die Höhe und Richtung der Aktienkursreaktionen auf die Ankündigung eines öffentlichen Übernahmeangebots untersucht. Eine Kursreaktion ist allerdings nur dann zu erwarten, wenn der Kapitalmarkt diese Information entsprechend verarbeitet, und sie sich im Börsenkurs widerspiegelt. In der Realität ist von einer halbstrengen Informationseffizienz auszugehen, welche besagt, dass sich alle öffentlich zugänglichen Informationen im Aktienkurs widerspiegeln.⁹⁹⁴

5.2.1 Konzeption einer Ereignisstudie

Der erste Schritt bei der Durchführung einer Ereignisstudie ist die Identifikation des Ereignisses, also des Tages der Ankündigung des Übernahmeangebots in den Medien. Die

⁹⁹⁴ Vgl. FAMA(1970), S. 412ff. Aufgrund hoher Kursreaktionen innerhalb weniger Tage um den Ankündigungstag herum bestätigte sich für FAMA(1991) die Hypothese der halbstrengen Kapitalmarkteffizienz. Vgl. dazu FAMA(1991), S. 1601ff. Kritische Auseinandersetzungen mit der Markteffizienzthese finden sich bei BEAVER(1983) und SPIWOKS(2002).

einzelnen Ereignistage wurden schon bei der Berechnung der Übernahmeprämien bestimmt und können für die folgende Untersuchung übernommen werden. Um den Ereignistag herum erstreckt sich die Ereignisperiode.

Allgemein bewegt sich die Länge des Ereignisfensters bzw. der Ereignisperiode in empirischen Studien in einer Bandbreite zwischen 21 und 121 Tagen.⁹⁹⁵ Ein besonders langes Zeitfenster ermöglicht es, alle Einflüsse der Übernahmetransaktion mit einzubeziehen. Allerdings können dann auch andere kursrelevante Ereignisse in diesem langen Zeitfenster stattfinden, die zu einer Verzerrung der Ergebnisse führen. Auf der anderen Seite unterstellt ein besonders kurzes Zeitfenster, dass sich sämtliche Informationen, die Übernahme betreffend, in einer relativ kleinen Zeitspanne vollständig im Kurs widerspiegeln, und geht somit von einer hohen Kapitalmarkteffizienz aus.

Für die hier durchgeführte Untersuchung wird ein Zeitfenster von 60 Tagen vor und nach dem Ereignistag gewählt, auch in Anlehnung an die seit dem 1. Juli 2007 neu eingeführte Mindestpreisregel, die vorsieht, dass der Angebotspreis nicht unter dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage liegen darf. Das Zeitfenster wird dann zusätzlich in weitere Intervalle untergliedert.

5.2.1.1 Berechnung der Renditen

Innerhalb der Ereignisperiode sind die abnormalen Renditen zu bestimmen und über alle Unternehmen zu aggregieren. Abnormale Renditen resultieren aus der Differenz zwischen der tatsächlichen am Kapitalmarkt zu beobachtenden Rendite und der erwarteten Rendite für den Fall, dass kein Ereignis stattgefunden hat.

Die am Kapitalmarkt zu beobachtende „normale“ Rendite der Aktie_i zum Zeitpunkt t berechnet sich gemäß folgender Formel:

$$r_{i,t} = \frac{K_{i,t} - K_{i,t-1} + WR_{i,t}}{K_{i,t-1}}$$

Hierbei stellt $K_{i,t}$ den Kurs der Aktie_i zum Zeitpunkt t dar. $WR_{i,t}$ sind Wertrechte wie beispielweise Dividenden, Nennwertrückzahlungen und sonstige aus der Aktie abfließende geldwerte Rechte, welche dem Aktionär im Zeitpunkt t zufließen. Generell können tägliche,

⁹⁹⁵ Vgl. PETERSON(1989), S. 38.

wöchentliche oder auch monatliche Renditen für die Untersuchung herangezogen werden. Da aufgrund der halbstrengen Kapitalmarkteffizienz zu erwarten ist, dass sich Informationen innerhalb weniger Tage im Aktienkurs widerspiegeln, werden in der vorliegenden Untersuchung tägliche Renditen verwendet.

Die Mehrzahl der empirischen Untersuchungen zur Kapitalmarkttheorie basieren allerdings nicht auf der Grundlage diskreter Renditen, sondern auf der Grundlage logarithmierter Renditen, da die empirische Verteilung dieser stetigen Renditen eher der Normalverteilungsannahme genügt.⁹⁹⁶ Eine Ereignisstudie liefert jedoch auch bei Verletzung der Normalverteilungsannahme sinnvolle Ergebnisse.⁹⁹⁷ Hinzu kommt, dass für kleine Werte, die nahe Null liegen, sogar die approximative Gleichheit zwischen stetigen und diskreten Renditen gilt.⁹⁹⁸

Die täglichen logarithmierten Renditen $R_{i,t}$ ergeben sich wie folgt:

$$R_{i,t} = \ln(1 + r_{i,t})$$

Um die abnormale Rendite $AR_{i,t}$ zu erhalten, wird von dieser tatsächlichen Rendite die für den Fall, dass kein Ereignis stattgefunden hat, erwartete Rendite $E(R_{i,t})$ abgezogen:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Um die gesamte abnormale Rendite für die Periode $[m:n]$ zu ermitteln, können die abnormalen Renditen der einzelnen Tage wie folgt aufsummiert werden:

$$KAR_{i,(m:n)} = \sum_{t=m}^n AR_{i,t}$$

Dabei stellt $KAR_{i,(m:n)}$ die kumulierte abnormale Rendite für die Periode $[m,n]$ dar.

Für eine Querschnittanalyse wird für die Anzahl von I Unternehmen schließlich die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite der Periode $[m:n]$ mit folgender Formel bestimmt:

⁹⁹⁶ Vgl. stellvertretend FAMA et. al. (1969), S. 4.

⁹⁹⁷ Vgl. BROWN/WARNER(1985), S. 25. Selbst wenn einzelne Tagesrenditen nicht der Normalverteilungsannahme genügen, nähert sich die durchschnittliche Überrendite einer solchen an.

⁹⁹⁸ Vgl. DORFLEITNER(2002)S. 218.

$$DKAR_{m:n} = \frac{1}{I} \sum_{i=1}^I KAR_{i,(m:n)}$$

5.2.1.2 Analysemodelle zur Ermittlung der erwarteten Renditen

Für die Bestimmung der erwarteten Rendite existieren mehrere Analysemodelle, von denen die drei in der empirischen Kapitalmarktforschung am häufigsten verwendeten Modelle im Folgenden beschrieben werden.

5.2.1.2.1 Mittelwertmodell

Das mittelwertbereinigte Modell wird in einigen Studien wegen seiner einfachen Anwendbarkeit präferiert. Die erwartete Rendite wird für einen gewissen Zeitraum als konstant unterstellt⁹⁹⁹ und ergibt sich aus dem Durchschnitt der vergangenen Renditen innerhalb einer Schätzperiode mit T Beobachtungszeitpunkten:

$$E(R_{i,t}) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{i,t}$$

CHANDRA/MORIARITY/WILLINGER(1990) weisen nach, dass das Marktmodell und das marktberinigte Modell zu qualitativ gleichwertigen Ergebnissen kommen, während sich das mittelwertbereinigte Modell als weniger geeignet darstellt.¹⁰⁰⁰ Zudem berücksichtigt das Mittelwertmodell nicht die Entwicklung des Gesamtmarktes, sondern nur die der einzelnen Aktie.¹⁰⁰¹ Wird ein Übernahmeangebot beispielsweise in der Phase eines Bear-Markets platziert, so hat dies erhebliche Verzerrungen der Ergebnisse zur Folge. Aus diesen Gründen wird in der vorliegenden Untersuchung auf eine Anwendung des Mittelwertmodells verzichtet.

⁹⁹⁹ Vgl. MACKINLAY(1997), S. 17, BROWN/WARNER(1985), S. 6f.

¹⁰⁰⁰ Vgl. CHANDRA/MORIARITY/WILLINGER(1990), S. 398ff.

¹⁰⁰¹ Vgl. BINDER(1998), S. 117.

5.2.1.2.2 Marktmodell

Das Marktmodell basiert auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM)¹⁰⁰² und geht davon aus, dass sich die Rendite des Wertpapiers i durch die Rendite des Marktportfolios erklären lässt.¹⁰⁰³ Die erwartete Rendite der Aktie i berechnet sich wie folgt:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{m,t}$ stellt die logarithmierte Rendite des Marktportfolios zum Zeitpunkt t dar. Als Marktportfolio wird in der vorliegenden Untersuchung der Swiss Performance Index (SPI) herangezogen. Die jeweiligen Kursstände wurden der Homepage der Schweizer Börse entnommen. Die Parameter α_i und β_i können mit Hilfe einer linearen Regression geschätzt werden. $\varepsilon_{i,t}$ ist der Störterm zum Zeitpunkt t . Der Achsenabschnitt α_i der Regressionsgeraden sowie der Störterm $\varepsilon_{i,t}$ stellen unternehmensspezifische Komponenten dar, während der Steigungsparameter β_i die Sensitivität der Aktie auf die Veränderungen des Marktes wiedergibt. Die einzelnen Regressionsparameter werden für eine Schätzperiode ermittelt, die unmittelbar vor dem Ereignisfenster liegt. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wird die Schätzperiode von $t=-250$ bis $t=-61$ jeweils bezogen auf den Ankündigungstag festgelegt. Je länger die Schätzperiode, desto genauere Werte ergeben sich für die Regressionsparameter, jedoch verlieren diese Parameter mit steigender Länge des Schätzzeitraumes an Aktualität.¹⁰⁰⁴ Schätzperiode und Ereignisfenster sollen sich nicht überschneiden, damit die erwartete Rendite nicht durch Kursschwankungen verzerrt wird, die mit dem zu betrachtenden Ereignis zusammenhängen.¹⁰⁰⁵

Sind mehr als 60 Beobachtungspunkte für die OLS-Regression¹⁰⁰⁶ gegeben, kann von einer Normalverteilung der erwarteten Renditen ausgegangen werden.¹⁰⁰⁷ Bei der hier durchgeführten OLS-Regression gingen 190 Beobachtungspunkte ein. Die Ergebnisse der OLS-Regression befinden sich im Anhang auf Seite 410. Die verwendeten bereinigten Kurse der einzelnen Wertpapiere wurden der Bloomberg-Datenbank entnommen und mit denjenigen der Datenbank Datastream von Thomson Reuters validiert. Diejenigen β -Werte, für die die Hypothese, dass kein linearer Zusammenhang zwischen der Kursperformance des

¹⁰⁰² Vgl. SHARPE(1964), S.427ff.

¹⁰⁰³ Vgl. FAMA/MILLER(1972), S. 204.

¹⁰⁰⁴ Vgl. ARMITAGE(1995), S. 34. Für Studien, die sich mit täglichen Renditen beschäftigen, bewegt sich die Schätzperiode in der Regel in einer Bandbreite von 100 bis 300 Tagen.

¹⁰⁰⁵ Vgl. MACKINLEY(1997), S.20.

¹⁰⁰⁶ Ordinary-Least-Square-Regression bzw. Kleinste-Quadrate-Regression

¹⁰⁰⁷ Vgl. CABLE/HOLLAND(2000), S. 388ff.

betrachteten Unternehmens und der Entwicklung des Marktindex besteht, bei einem Signifikanzniveau von 5 Prozent abgelehnt werden kann, sind entsprechend gekennzeichnet. Von den 125 untersuchten Aktien bzw. Partizipationsscheinen weisen lediglich 59 Wertpapiere einen signifikanten β -Wert auf.¹⁰⁰⁸ Bei den α -Werten kann nur bei 7 Wertpapieren ein signifikanter Wert nachgewiesen werden. Dabei sind signifikante Werte dunkel unterlegt.

Eine Aussage über die Güte der Regression lässt sich mit Hilfe des adjustierten Bestimmtheitsmaßes R^2 treffen.¹⁰⁰⁹ Es liegt in einer Wertbandbreite zwischen Null und Eins und gibt an, welcher Prozentteil der Gesamtvarianz durch das Regressionsmodell erklärt wird. Beispielsweise kann im Fall der Alusuisse Group AG aus dem Jahr 2000 53,71% der Gesamtvarianz durch das Regressionsmodell erklärt werden. In diesem Fall weist das Bestimmtheitsmaß also eine hohe Güte auf. Im Durchschnitt liegt das adjustierte Bestimmtheitsmaß allerdings bei gerade 6,78%, der Median ergibt einen Wert von 1%.

Mit Hilfe des F-Tests lässt sich feststellen, ob die Regressoren zur Erklärung der Zielvariablen geeignet sind. Von den 125 untersuchten Aktien bzw. Partizipationsscheinen weisen bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5% lediglich 59 Wertpapiere einen signifikanten F-Wert auf.¹⁰¹⁰ Damit kann bei mehr als 47 Prozent der betrachteten Wertpapiere kein linearer Zusammenhang zwischen der Aktien- und der Marktperformance statistisch nachgewiesen werden. Bei einem Signifikanzniveau von 5% zeigt der Durbin Watson Test¹⁰¹¹ außerdem bei 43 der betrachteten Wertpapiere eine Autokorrelation erster Ordnung der Residuen an.¹⁰¹² Bei 7 Fällen ist keine Aussage zur Autokorrelation möglich.

Aufgrund der in der hier angestellten Untersuchung zutage tretenden Schwächen des Marktmodells findet dieses ebenso wie das Mittelwertmodell keine weitere Anwendung.

¹⁰⁰⁸ Die Schranken der t-Verteilung können bei BASLER(1994), S. 284 nachgeschlagen werden.

¹⁰⁰⁹ Korrigiert man das Bestimmtheitsmaß um die Anzahl der Freiheitsgrade, erhält man das adjustierte Bestimmtheitsmaß.

¹⁰¹⁰ Die Schranken der F-Verteilung können bei FAHRMEIR et. al. (2007), S. 585ff. nachgeschlagen werden.

¹⁰¹¹ Für eine genaue Beschreibung der Vorgehensweise vgl. FAREBROTHER(1980), HACKL(2005), S. 199f.

¹⁰¹² Die kritischen Werte für den Durbin Watson Test können unter <http://www.stanford.edu/~clint/bench/dwcrit> nachgelesen werden.

5.2.1.2.3 Marktbereinigtes Modell

Das marktbereinigte Modell geht davon aus, dass die erwarteten Renditen aller in die Untersuchung eingehenden Unternehmen gleich sind und mit der Rendite des Marktportfolios übereinstimmen. Damit kann das marktbereinigte Modell als Spezialfall des Marktmodells angesehen werden, wobei $\alpha_i = 0$ und $\beta_i = 1$ gilt.

Die erwartete Rendite der Aktie i ergibt sich somit wie folgt:

$$E(R_{i,t}) = R_{m,t}$$

Das marktbereinigte Modell hat den Vorteil, dass eine Schätzperiode für die Bestimmung der abnormalen Renditen nicht erforderlich ist, und verfügt damit über eine einfachere Handhabbarkeit.

Aufgrund der vorher beschriebenen Mängel, die das Mittelwertmodell und das Marktmodell mit sich bringen, wird für diese Untersuchung auf das marktbereinigte Modell zurückgegriffen.

5.2.2 Signifikanztests zur Überprüfung der Untersuchungsergebnisse

Zur Überprüfung der Signifikanz der gewonnenen Ergebnisse wird der t-Test herangezogen. Er setzt als parametrisches Testverfahren die Normalverteilung der abnormalen Renditen voraus.

Die zu testenden Hypothesen lauten:

H_0 : Die durchschnittlichen (kumulierten) abnormalen Renditen sind gleich null.

H_1 : Die durchschnittlichen (kumulierten) abnormalen Renditen sind von null verschieden

Neben dem parametrischen t-Test wird zur Signifikanzprüfung der Mediane zusätzlich noch der nichtparametrische Vorzeichen-Rangtest von Wilcoxon durchgeführt, der auch bei Verletzung der Normalverteilungsannahme eine Aussage über die Signifikanz machen kann.

Die zu untersuchenden Hypothesen dazu lauten:

H_0 : Die durchschnittlichen (kumulierten) abnormalen Renditen sind symmetrisch um Null verteilt

H_1 : Die durchschnittlichen (kumulierten) abnormalen Renditen sind nicht symmetrisch um Null verteilt

Ebenso wie schon bei der Untersuchung der Übernahmeprämien sollen auch hier Teilstichproben miteinander verglichen werden. Um signifikante Unterschiede ermitteln zu können, wird hier ebenfalls der t-Test für verbundene Stichproben durchgeführt. Die Beschreibung dieses Testverfahrens befindet sich in Kapitel 4.1.5.

Bei einer signifikanten Ablehnung der jeweiligen Nullhypothese werden die Ergebnisse in Abhängigkeit vom untersuchten Signifikanzniveau folgendermaßen gekennzeichnet: *=10%-Niveau, **=5%-Niveau, ***=1%-Niveau.

5.2.3 Beschreibung der Stichprobe

Die für die Ereignisstudie notwendigen bereinigten Kurse wurden, wie bei der Berechnung im Marktmodell der Datenbank von Bloomberg entnommen und zusätzlich mit der Datenbank Datastream validiert. Die Kurse sind gemäß „Opération blanche“ retrograd bereinigt.¹⁰¹³ Als Marktindex wurde der SPI gewählt.

Sofern sich ein Angebot auf mehr als eine Aktiengattung erstreckt, wird - um Doppelzählungen zu verhindern - für die Bestimmung der DKAR nur die liquidere der beiden Aktiengattungen herangezogen.¹⁰¹⁴ Die Liquidität wird wie schon bei der Berechnung der Übernahmeprämien anhand der Anzahl Handelstage gemessen. Für die Allgemeine Finanzgesellschaft (1999), die UDT Group Ltd. (2002) und die Clair Finanz Holding AG (2004) sind keine Kursdaten verfügbar, weshalb sie aus der Studie ausgeschlossen werden müssen.

¹⁰¹³Vgl. dazu SAUER(1991), S. 4ff.

¹⁰¹⁴ Betroffen davon sind die folgenden Unternehmen: ABB (1999), Brauerei Haldengut (1999), Calanda Bräu (1999), Bobst (2001), Cementia Holding (2002), Netstal-Maschinen (2002), Gétaz Romang (2003), Jelmoli Holding (2003), Mövenpick-Holding (2007), Unilabs (2007) und Goly-Buchel (2008)

Bei konkurrierenden Angeboten wird für die Bestimmung der abnormalen Renditen in einem ersten Schritt nur das erste Angebot, d.h. der Ankündigungstag des ersten Angebots berücksichtigt.¹⁰¹⁵

Für die folgenden Unternehmen wurde im Untersuchungszeitraum mehrfach geboten: Atel AG (2004, 2006, 2007), Baumgartner Papiers Holding AG (2002, 2008), Bon appétit Group (2003, 2004) EIC Electricity SA (2003, 2005), Optic AG (2002, 2004), Société Montreux-Palace SA (2001, 2006). Doch bei keinem Unternehmen kommt es zu einer Überschneidung der Untersuchungszeiträume, weshalb keines der Angebote ausgeschlossen wird.

5.3 Darstellung der eigenen Ergebnisse

Für die 114¹⁰¹⁶ Übernahmeangebote, die in den Jahren von 1998 bis 2008 unterbreitet werden, lässt sich eine hochsignifikante¹⁰¹⁷ durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite im Zeitfenster von 60 Tagen um den Ereignistag von 15,82% errechnen. Der Median liegt bei 12,22% und deutet auf eine rechtsschiefe Stichprobe mit Ausreißern hin.¹⁰¹⁸ Bei 74% kommt es zu einer positiven DKAR.

Die Spannweite der durchschnittlich kumulierten abnormalen Renditen für die einzelnen Unternehmen in der Gesamtperiode liegt zwischen 101,70% und -62,44%. Der Maximalwert von 101,70% erscheint bei der Übernahme der Regedo AG im Jahr 2005. Dieser Wert wird vor allem durch die hohen kumulierten abnormalen Renditen erzeugt, die sich in der Nachankündigungsphase ergeben.¹⁰¹⁹ Der Minimalwert von -62,44% stammt vom Übernahmeangebot der Société Montreux-Palace SA im Jahr 2006. Bei diesem Titel zeigen sich mit Ausnahme für die Vorankündigungsperiode [-1;-5] in allen betrachteten Zeitfenstern

¹⁰¹⁵ Betroffen davon sind die folgenden Unternehmen: Intersport PCS Holding (2000), Axantis Holding (2001), Sopafin (2002), Centerpulse (2003), InCentive Capital (2003), Leica Geosystems Holdings (2005), Saia-Burgess Electronics Holding (2005), Bank Linth (2007) und SIG (2007).

¹⁰¹⁶ Von den 124 Angeboten, die zwischen 1998 und 2008 lanciert wurden, mussten, wie bereits in Kapitel 5.1.3 beschrieben, drei Unternehmen auf Grund fehlender Kurse ausgeschlossen werden. Für sieben Gesellschaften wurden konkurrierende Angebote unterbreitet, bei denen in einem ersten Schritt nur das erste Angebot mit in die Untersuchung einfließt.

¹⁰¹⁷ Die DKAR ist auf dem Niveau von 1% signifikant von Null verschieden.

¹⁰¹⁸ Die mit dem marktbereinigten Modell gewonnenen logarithmierten abnormalen Renditen werden wieder delogarithmiert. Im Folgenden werden im Text, sofern nicht anders benannt, die delogarithmierten Renditen besprochen. In den folgenden Tabellen sind sowohl die delogarithmierten als auch die mit dem marktbereinigten Modell ermittelten logarithmierten abnormalen Renditen enthalten.

¹⁰¹⁹ CAR[+1;+5]=26,31%, CAR[+6;+60]=59,27%.

negative kumulierte abnormale Renditen. Dabei ist zu bedenken, dass es sich bei den Aktien der Zielgesellschaft um illiquide Titel handelt, die nur an 31 Tagen im Gesamtzeitraum von [60;+60] gehandelt wurden.

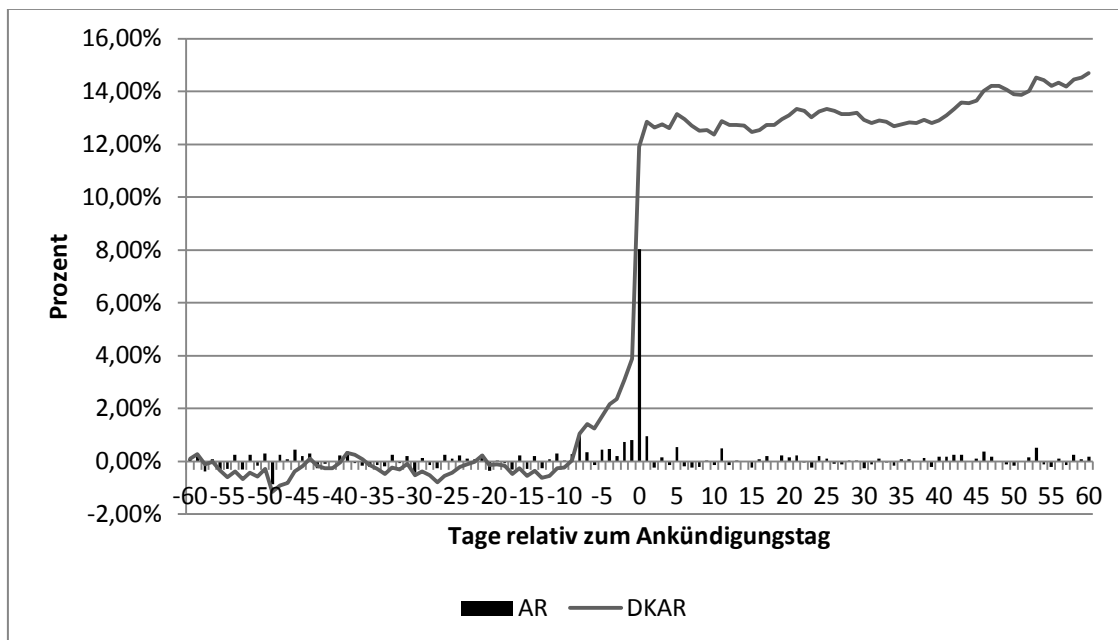


Abb. 23 : Durchschnittliche abnormale Renditen und DKAR um den Ankündigungstag für die Gesamtstichprobe

Tabelle 37 enthält die durchschnittlichen kumulierten abnormalen Renditen sowohl für den gesamten Ereigniszeitraum sowie für die einzelnen Ereignisfenster.

N=114	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,82%	14,69%	12,22%	6,04 ^{***}	74% ^{***}
[-60;0]	12,65%	11,91%	10,22%	5,60 ^{***}	79% ^{***}
[-30;+30]	13,89%	13,01%	10,81%	6,24 ^{***}	70% ^{***}
[-20;+20]	13,75%	12,88%	9,21%	6,20 ^{***}	79% ^{***}
[-10;+10]	13,48%	12,65%	7,38%	5,66 ^{***}	77% ^{***}
[-5;+5]	12,64%	11,90%	7,31%	6,48 ^{***}	78% ^{***}
[-5;-1]	2,68%	2,64%	1,37%	2,60 ^{**}	62% ^{***}
[0;0]	8,35%	8,02%	2,84%	5,62 ^{***}	71% ^{***}
[0;+1]	9,38%	8,97%	4,23%	6,11 ^{***}	75% ^{***}
[0;+5]	9,70%	9,26%	5,67%	5,83 ^{***}	68% ^{***}
[+1;+5]	1,24%	1,23%	0,45%	1,58	54%
[-60;-6]	1,25%	1,24%	2,30%	1,11	62% ^{**}
[-5;+30]	12,38%	11,67%	7,65%	6,12 ^{***}	76% ^{***}
[+6;+60]	1,56%	1,55%	-2,00%	1,29	45%

Tab 37: DKAR für alle Unternehmen

Die Frage, ob die DKAR durch das Übernahmeangebot oder durch übergelagerte Ereignisse verursacht wird, beantwortet ein Blick auf den Ereignistag. Am Ankündigungstag können die betrachteten Unternehmen eine beeindruckende hochsignifikante durchschnittliche abnormale Rendite von 8,35% erzielen.

Am Ankündigungstag liegt die Spannweite der abnormalen Renditen der einzelnen Gesellschaften zwischen 67,62% und -18,27%. Der Maximalwert von 67,62% zeigt sich bei der Übernahme der Speedel Holding AG im Jahr 2008. Der Grund für einen derart positiven Ausschlag nach oben könnte in Verbindung mit der bei dieser Übernahme offerierten Übernahmeprämie zusammenhängen. Bezogen auf den Tag vor der Ankündigung liegt die Prämie bei 91,74%. Der Minimalwert von -18,27% zeigt sich beim Übernahmeangebot für die Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt im Jahr 2002. Bei dieser Übernahme handelt es sich allerdings um kein klassisches Übernahmeangebot, sondern um eine Konzernumstrukturierung, die nur in Form eines Übernahmeangebots vonstatten geht.

Generell ist aber zu bedenken, dass eine geringe abnormale Rendite rund um den Ankündigungstag nicht zwangsläufig bedeutet, dass der Markt der Übernahme nicht positiv gegenübersteht. Vielmehr sind die Übernahmeankündigungen in manchen Fällen keine große Überraschung und somit bereits seit mehr oder weniger langer Zeit im Kurs eingepreist.¹⁰²⁰

Bereits im Zeitraum von 60 Tagen vor der Ankündigung bis einschließlich zum Ankündigungstag wird für die Gesamtstichprobe eine hochsignifikante DKAR von 12,65% erlangt. Dies deutet darauf hin, dass der Kapitalmarkt die Informationen zum größten Teil bereits am Ankündigungstag verarbeitet hat. Im Zeitraum nach der Ankündigung der Übernahmeabsicht wird zwar eine positive Überrendite erzielt. Diese ist allerdings insignifikant. Am Tag nach der Ankündigung wird nur noch eine abnormale Rendite von 0,95% erzielt. In den fünf Tagen, die der Ankündigung folgen, summiert sich die abnormale Rendite auf 1,24%, die dann aber im Gegensatz zur Rendite einen Tag nach der Ankündigung nicht mehr signifikant ist. Dieses Ergebnis zeigt, dass der Markt die ihm zur Verfügung stehenden Informationen sofort verarbeitet, und dass sich diese Informationen sehr schnell im Kurs widerspiegeln. Dies kann als Nachweis für das Vorliegen einer halbstrengen Informationseffizienz angesehen werden. Informationen, die in den dem Ankündigungstag folgenden Tagen verbreitet werden, scheinen für den Markt von keinem weiteren Wert zu sein.

¹⁰²⁰ Vgl. DAMODARAN(2005), S. 41.

Dass die Übernahmeabsicht aber bereits vor dem Ankündigungstag am Markt bekannt ist bzw. dass über eine sich abzeichnende Übernahme spekuliert wird, zeigt die signifikante Überrendite von 2,68%, die in der Vorankündigungsperiode von fünf Tagen vor Ankündigung der Übernahmeabsicht eingesammelt wird. Die abnormalen Renditen der einzelnen Tage liegen allerdings alle unter einem Prozent im positiven Bereich. In der weiter zurückliegenden Periode von 60 bis sechs Tagen vor dem Ankündigungstag sammelt sich eine abnormale Rendite von 1,25% an. Dass sich in der Vorankündigungsperiode eine positive abnormale Rendite zeigt, muss nicht zwangsläufig bedeuten, dass es in dieser Periode auch zu Insiderhandel kommt, sondern sie kann durch einsetzende Übernahmerüchte verursacht werden. Sollte es dennoch zu Insiderhandel kommen, zeigen MEULBROEK/HART(1997), dass sich Insiderhandel nicht signifikant auf die abnormale Rendite am Ankündigungstag selbst auswirkt. In einem Zeitfenster von 50 Tagen vor der Ankündigung bis zum Vollzug der Übernahme weisen Angebote, bei denen es zu Insiderhandel gekommen ist, eine deutlich höhere abnormale Rendite als die übrigen Angebote auf.¹⁰²¹ Findet der Insiderhandel vor dem Ankündigungstag statt, so beträgt die Überrendite in diesem Zeitfenster 46,1%. Bei Insiderhandel nach dem Ankündigungstag liegt die abnormale Rendite demgegenüber bei 49,4%. Die Unterschiede sind jedoch nicht signifikant. VAUPEL/UHL(2003) konstatieren, dass das Insiderrecht für einen funktionierenden Kapitalmarkt zwar notwendig ist. Es darf aber nicht so weit gehen, dass es zu einer Einschränkung oder gar Behinderung von Übernahmen führt.¹⁰²²

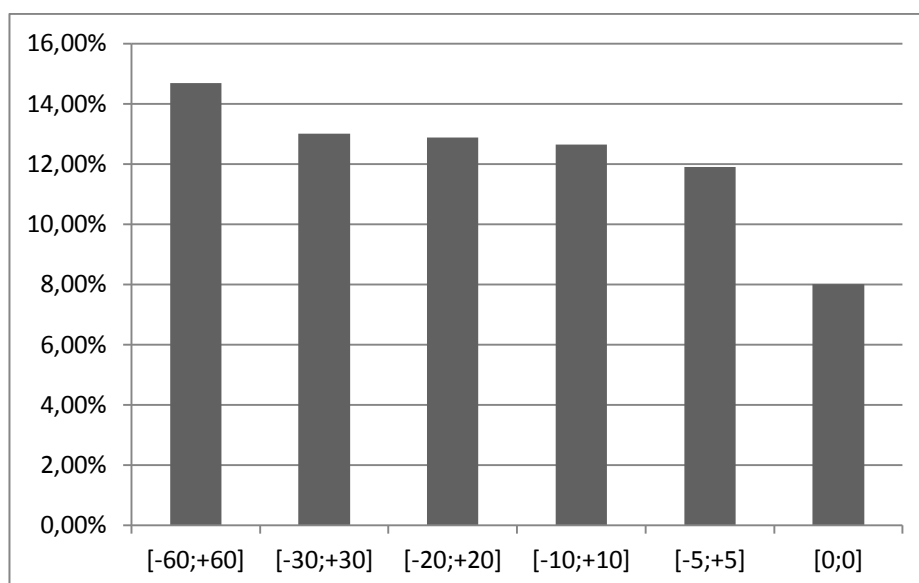


Abb. 24: DKAR der Gesamtstichprobe für verschiedene Ereignisperioden

¹⁰²¹ Vgl. MEULBROEK/HART(1997), S. 61f.

¹⁰²² Vgl. VAUPEL/UHL(2003), S. 2137.

Weiter zeigt sich anhand der Abbildung 24, dass langfristig orientierte Investoren höhere Überrenditen erzielen als kurzfristig orientierte Investoren. Denn die Überrenditen steigen mit größer werdendem Ereignisfenster.

Im Folgenden wird anhand der Aufteilung der Gesamtstichprobe in die einzelnen Jahre untersucht, ob die abnormalen Renditen einem Trend folgen. Allerdings ist die Aussagekraft durch die in den einzelnen Jahren geringe Fallzahl eingeschränkt.

Wie in Abbildung 25 ersichtlich, folgen die Überrenditen im Gesamtuntersuchungszeitraum sowie diejenigen, die sich am Ankündigungstag ergeben, im Zeitablauf keinem eindeutigen Trend.¹⁰²³

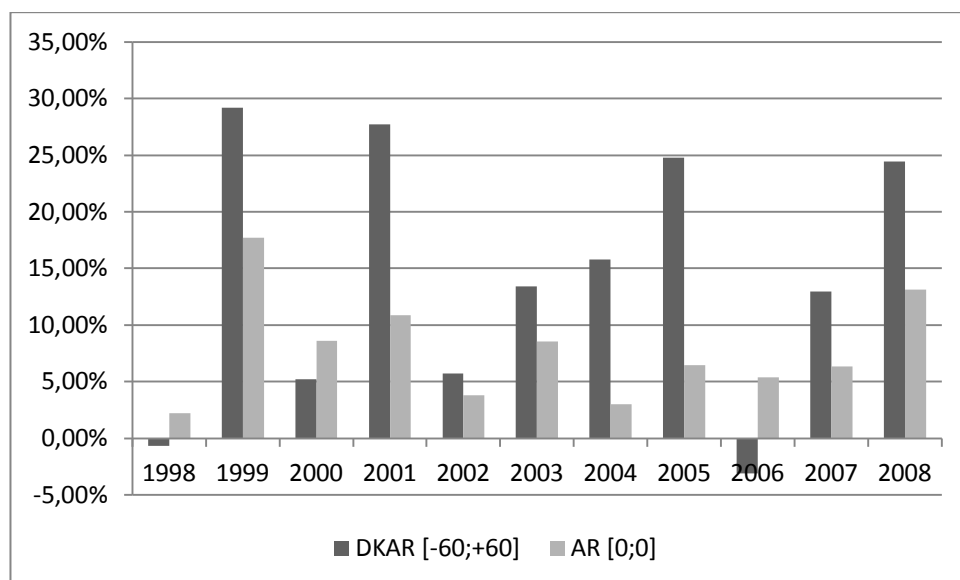


Abb. 25: Überrenditen im Zeitablauf

Beim Vergleich der abnormalen Renditen der einzelnen Jahre zeigt sich allerdings, dass die Ergebnisse des Jahres 1998 von denen der übrigen Jahre – mit Ausnahme der Ergebnisse des Jahres 2006 – signifikant verschieden sind, und dies zum großen Teil auf dem 1%-Niveau. Ab dem Jahr 2000 sind die Ergebnisse nur noch in Einzelfällen voneinander signifikant verschieden, allerdings wieder mit Ausnahme des Jahres 2006.

Werden die einzelnen Angebote chronologisch nach dem Datum der Ankündigung sortiert, und die abnormalen Renditen für den Gesamtuntersuchungszeitraum nach dieser zeitlichen Rangfolge angeordnet, zeigt sich auch hier, dass kein eindeutiger Trend im Zeitablauf zu

¹⁰²³ Die dazugehörigen Werte können im Anhang auf S. 416 nachgeschlagen werden.

erkennen ist. Es zeigt sich also, dass es für die Höhe der Kursreaktion keine große Rolle spielt, in welchem Jahr das Übernahmeangebot unterbreitet wurde.

Abbildung 26 enthält die zeitliche Anordnung der abnormalen Renditen der 114 Übernahmeangebote für den Ereigniszeitraum [-60;+60]. Die Anordnung erfolgt nach aufsteigendem Datum der Ankündigung des Übernahmeangebots.

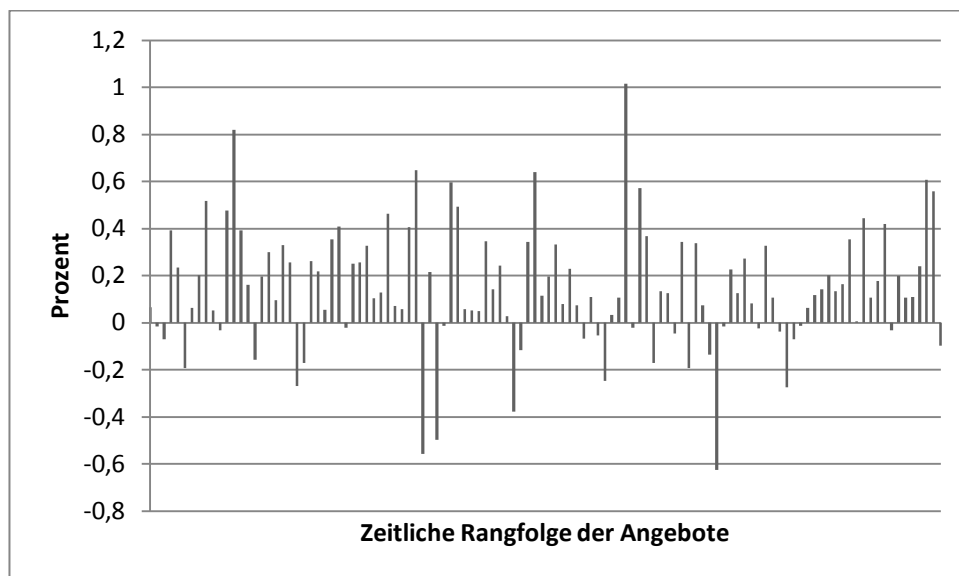


Abb. 26: DKAR [-60;+60] der Angebote in zeitlicher Rangfolge

Bei den bisherigen Ergebnissen wurden alle Unternehmen eingeschlossen, für die in den Jahren zwischen 1998 und 2008 ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreitet wurde.¹⁰²⁴ Bei der Betrachtung der DKAR im Gesamtzeitraum zeigte sich allerdings, dass der Minimalwert von einem illiquiden Titel stammt. Dies könnte damit zusammenhängen, dass es bei illiquiden Aktien zu einer Fehleinschätzung der Überrenditen kommen kann.¹⁰²⁵ Aus diesem Grund wird im Folgenden zunächst zwischen illiquiden und liquiden Titeln unterschieden, um zu ermitteln, ob es durch die in der Gesamtstichprobe enthaltenen illiquiden Beteiligungspapiere zu einer Verzerrung der Ergebnisse kommt.

¹⁰²⁴ Mit Ausnahme der Zielgesellschaften, für die keine Kurse verfügbar sind, und mit Ausnahme der Zweitangebote bei konkurrierenden Angeboten.

¹⁰²⁵ Vgl. BROWN/WARNER(1985), S. 16.

	Illiquide Titel N=21					Liquide Titel N=93					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	20,21%	18,41%	10,89%	2,21**	67%**	14,85%	13,85%	12,74%	5,88***	75%***	4,56
[-60;0]	17,12%	15,80%	5,19%	2,34**	81%***	11,66%	11,03%	11,54%	5,18***	78%***	4,77
[-30;+30]	13,87%	12,99%	5,76%	1,85*	76%	13,91%	13,02%	12,14%	6,27***	74%***	-0,03
[-20;+20]	20,13%	18,34%	1,76%	2,23**	67%***	12,36%	11,65%	10,45%	6,50***	78%***	6,69
[-10;+10]	16,24%	15,05%	5,72%	1,71	62%	12,86%	12,10%	7,72%	6,28***	82%***	2,95
[-5;+5]	15,80%	14,67%	5,15%	2,25**	71%**	11,93%	11,27%	7,92%	6,45***	80%***	3,40
[-5;-1]	4,60%	4,50%	0,54%	1,02	52%	2,24%	2,22%	2,09%	2,90***	63%***	2,28
[0;0]	10,05%	9,58%	0,29%	1,95*	67%	6,90%	6,67%	3,65%	5,60***	72%***	2,91
[0;+1]	11,54%	10,92%	1,00%	2,24**	57%**	8,90%	8,53%	5,67%	5,92***	77%***	2,39
[0;+5]	10,71%	10,17%	0,53%	1,80*	52%	9,47%	9,05%	5,92%	5,94***	72%***	1,12
[+1;+5]	0,59%	0,59%	2,80%	0,19	62%	1,39%	1,38%	0,41%	2,09**	54%	-0,79
[-60;-6]	1,73%	1,72%	2,51%	0,85	57%	1,15%	1,14%	2,34%	0,84	61%*	0,58
[-5;+30]	11,37%	10,77%	0,93%	1,70	62%	12,60%	11,87%	7,82%	6,23***	80%***	-1,10
[+6;+60]	2,04%	2,02%	-2,06%	0,53	43%	1,46%	1,45%	-1,86%	1,30	45%	0,57

Tab 38: DKAR für illiquide und liquide Titel

Wie Tabelle 38 zu entnehmen ist, sind die DKAR der illiquiden Titel tendenziell größer als die der liquiden Titel.¹⁰²⁶ Allerdings sind die Werte allesamt nicht signifikant verschieden. Aus diesem Grund werden in den folgenden Untersuchungen die illiquiden Titel nicht ausgeschlossen. Im Anhang ab Seite 415 finden sich alle errechneten DKAR der folgenden Analysen auch unter Ausschluss der illiquiden Titel.

5.3.1 Erfolg des Angebots

Wie schon bei der Untersuchung der Übernahmeprämien soll auch hier eruiert werden, ob sich die abnormalen Renditen der erfolgreichen Angebote signifikant von denen der weniger erfolgreichen Angebote unterscheiden. Dazu erfolgt zunächst die Identifizierung der Erfolgsgröße. Der Erfolg wird hier – wie schon bei der Untersuchung der Übernahmeprämien – als Prozentsatz an angedienten Aktien, auf die sich das Angebot bezieht, definiert.¹⁰²⁷ Zunächst wird der Erfolg untersucht, der sich am Ende der regulären Angebotsfrist zeigt. Dazu werden alle Unternehmen anhand der Erfolgskennzahl in drei annähernd gleich große Gruppen eingeteilt. In der ersten Gruppe sind diejenigen Unternehmen vertreten, bei denen zwischen 73,94% und 98,90% der sich im Publikum befindlichen Aktien, auf die sich das Angebot bezieht, angedient werden. In der Gruppe 2 liegt die Erfolgsquote zwischen 39,34% und

¹⁰²⁶ Die Differenzwerte beziehen sich auf die logarithmierte DKAR, da der t-Test für verbundene Stichproben mit dieser Größe berechnet wird.

¹⁰²⁷ Für eine genaue Beschreibung vergleiche Kapitel 4.3.1.

71,25%, bei Gruppe 3 zwischen 0% und 37,27%. Die Unternehmen der Gruppe 1 werden als die erfolgreichen Übernahmen klassifiziert und denen der Gruppe 3 gegenübergestellt, die als die weniger erfolgreichen eingestuft werden.¹⁰²⁸ In Tabelle 39 sind die entsprechenden DKAR sowie die Differenzen aufgeführt.

	Gruppe 1 (73,94% bis 98,90%) N=33					Gruppe 3 (0% bis 37,27%) N=34					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	
[-60;+60]	23,08%	20,77%	20,14%	4,29***	79%***	11,15%	10,57%	9,98%	2,45**	74%**	10,20*
[-60;0]	22,69%	20,45%	20,42%	5,13***	76%***	9,50%	9,08%	5,80%	2,26**	71%**	11,37**
[-30;+30]	22,78%	20,52%	18,06%	4,48***	85%***	9,53%	9,10%	8,93%	2,81***	62%***	11,42**
[-20;+20]	21,85%	19,76%	15,13%	4,51***	82%***	11,62%	10,99%	4,42%	2,47**	79%***	8,77*
[-10;+10]	24,23%	21,70%	18,08%	4,81***	94%***	11,80%	11,15%	7,52%	2,39**	74%***	10,55*
[-5;+5]	23,32%	20,96%	16,91%	4,89***	88%***	10,11%	9,63%	5,22%	2,98***	71%***	11,33**
[-5;-1]	2,18%	2,16%	2,21%	2,43**	67%**	4,79%	4,68%	1,64%	1,56	59%*	-2,52
[0;0]	18,90%	17,31%	11,43%	4,49***	82%***	5,09%	4,96%	0,04%	2,80***	53%	12,35***
[0;+1]	20,65%	18,77%	11,88%	4,95***	88%***	5,45%	5,31%	0,96%	2,87***	65%**	13,46***
[0;+5]	20,68%	18,80%	9,98%	4,68***	88%***	5,06%	4,94%	0,85%	2,09**	53%	13,86***
[+1;+5]	1,50%	1,49%	1,60%	1,01	64%*	-0,02%	-0,02%	0,24%	-0,01	53%	1,51
[-60;-6]	0,98%	0,98%	1,61%	0,49	58%	-0,57%	-0,57%	0,16%	-0,30	53%	1,55
[-5;+30]	22,38%	20,20%	15,80%	4,37***	88%***	7,70%	7,42%	6,63%	2,68**	68%**	12,78***
[+6;+60]	-1,16%	-1,17%	-1,71%	-0,75	42%	1,52%	1,51%	-3,60%	0,61	38%	-2,68

Tab 39: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg nach Ablauf der Angebotsfrist

Es zeigt sich, dass erfolgreiche Angebote - mit Ausnahme der Vorankündigungsperiode [-5;-1] und der Nachankündigungsperiode [+6;+60] – deutlich höhere abnormale Renditen aufweisen als weniger erfolgreiche Angebote. Besonders am Ereignistag und in den Ereignisperioden [0;+1] und [0;+5] sind die DKAR der erfolgreichen Angebote rund viermal so hoch wie die der weniger erfolgreichen Angebote. Die entsprechenden Werte sind zudem hochsignifikant verschieden. Dies zeigt, dass ein Angebot, auf das der Markt sehr positiv reagiert, während der regulären Angebotsfrist erfolgreicher verläuft als ein Angebot, welches vom Markt weniger euphorisch aufgenommen wird.

Im Anschluss soll nun untersucht werden, ob der gerade aufgedeckte Zusammenhang auch für den Gesamterfolg des Angebots gilt. Dazu erfolgt wieder eine Einteilung der Gesamtstichprobe anhand des Erfolgs nach Ablauf der Nachfrist in drei gleich große Gruppen. Als Erfolgsmaß dient die bereits beschriebene Erfolgsgröße. Die Erfolgsquote der ersten Gruppe liegt zwischen 93,24% und 99,98%, die der zweiten Gruppe zwischen 61,14% und 92,60%

¹⁰²⁸ Die DKAR der zweiten Gruppe können im Anhang auf S. 418 nachgeschlagen werden.

und die der dritten Gruppe zwischen 0% und 56,53%. Wieder werden nur die erfolgreichste und die weniger erfolgreiche Gruppe drei miteinander verglichen.¹⁰²⁹

	Gruppe 1 (93,24% bis 99,98%) N=33					Gruppe 3 (0% bis 56,53%) N=33					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	
[-60;+60]	23,05%	20,74%	21,59%	4,46 ^{***}	82% ^{***}	16,65%	15,40%	12,77%	3,31 ^{***}	76% ^{***}	5,34
[-60;0]	22,41%	20,22%	20,12%	5,51 ^{***}	82% ^{***}	10,00%	9,53%	8,08%	2,38 ^{**}	76% ^{***}	10,69^{**}
[-30;+30]	22,01%	19,89%	16,96%	4,25 ^{***}	85% ^{***}	10,02%	9,55%	10,36%	2,90 ^{***}	64% ^{***}	10,34^{**}
[-20;+20]	20,31%	18,49%	15,13%	4,30 ^{***}	79% ^{***}	11,52%	10,90%	5,53%	2,42 ^{**}	82% ^{***}	7,59
[-10;+10]	22,41%	20,22%	17,14%	4,55 ^{***}	88% ^{***}	10,65%	10,12%	6,37%	2,13 ^{**}	73% ^{***}	10,10[*]
[-5;+5]	20,03%	18,26%	16,91%	4,72 ^{***}	85% ^{***}	10,30%	9,80%	6,02%	2,96 ^{***}	73% ^{***}	8,46^{**}
[-5;-1]	2,06%	2,04%	1,28%	2,10 ^{**}	64% ^{**}	5,47%	5,33%	2,09%	1,74 [*]	70% ^{**}	-3,29
[0;0]	17,63%	16,24%	12,60%	4,95 ^{***}	88% ^{***}	3,76%	3,69%	0,04%	2,19 ^{**}	55%	12,55^{***}
[0;+1]	17,90%	16,47%	11,78%	5,11 ^{***}	94% ^{***}	4,72%	4,61%	1,20%	2,57 ^{**}	58% [*]	11,86^{***}
[0;+5]	17,62%	16,23%	9,36%	4,62 ^{***}	88% ^{***}	4,57%	4,47%	-0,31%	1,88 [*]	48%	11,76^{***}
[+1;+5]	-0,02%	-0,02%	1,10%	-0,02	58%	0,78%	0,78%	-0,77%	0,41	42%	-0,80
[-60;-6]	1,95%	1,93%	2,39%	1,02	64%	0,51%	0,51%	0,69%	0,25	58%	1,42
[-5;+30]	19,84%	18,10%	14,98%	4,09 ^{***}	88% ^{***}	9,49%	9,07%	6,17%	3,14 ^{***}	73% ^{***}	9,03^{**}
[+6;+60]	0,54%	0,54%	-0,38%	0,30	48%	5,23%	5,10%	0,69%	1,76 [*]	52%	-4,56[*]

Tab 40: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg am Ende der Nachfrist

Auch hier sind wieder die abnormalen Renditen der erfolgreichen Angebote - mit Ausnahme der Vorankündigungsperiode [-5;-1] und der Nachankündigungsperiode [+6;+60] – deutlich größer als die abnormalen Renditen der weniger erfolgreichen Angebote. Die ebenfalls größten Unterschiede zeigen sich wieder am Ankündigungstag und in den Ereignisperioden [0;+1] und [0;+5] mit ungefähr viermal so hohen abnormalen Renditen bei erfolgreichen Angeboten im Vergleich zu weniger erfolgreichen Angeboten.

Insgesamt zeigt sich also, dass ein Angebot dann besonders erfolgreich verläuft, wenn der Markt sehr positiv auf dessen Ankündigung reagiert. Dieses Ergebnis überrascht nicht besonders, denn wie sich bereits bei der Untersuchung der Übernahmeprämien gezeigt hat, sind diejenigen Angebote besonders erfolgreich, bei denen eine im Vergleich hohe Übernahmeprämie offeriert wird. Dies würde im Umkehrschluss bedeuten, dass der Markt dann besonders positiv auf die Ankündigung eines Übernahmeangebots reagiert, wenn der Anbieter eine besonders hohe Übernahmeprämie offeriert. Ob sich hier auch ein statistisch signifikanter Zusammenhang zeigt, wird im Folgenden untersucht.

¹⁰²⁹ Die DKAR der zweiten Gruppe können im Anhang auf S. 419 nachgeschlagen werden.

5.3.2 Übernahmepremien

Um den Einfluss der Übernahmepremien auf die Höhe des Ankündigungseffekts zu bestimmen, wird zum einen die langfristige Übernahmepremie betrachtet, die sich unter Zugrundelegung des Durchschnittskurses der letzten 12 Monate vor der Ankündigung berechnet, als auch die kurzfristige Übernahmepremie, die sich auf den Stichtagskurs einen Tag vor der Ankündigung bezieht. Dabei wird jeweils der Wert des Angebots am Ankündigungstag für die Prämienermittlung herangezogen. Analog zur Vorgehensweise bei der Untersuchung des Erfolgs des Angebots werden auch hier die Zielgesellschaften der Höhe der Übernahmepremie nach in drei ähnlich große Gruppen eingeteilt. Bei Betrachtung der langfristigen Übernahmepremie sind in der ersten Gruppe alle diejenigen Fälle enthalten, bei denen die gebotene Übernahmepremie zwischen 24,54% und 132,61% liegt. Die Prämien-spannweite der zweiten Gruppe beträgt 5,24% bis 23,23%, die der dritten Gruppe -54,22% bis 4,76%. Beim Vergleich der Gruppen eins und drei zeigt sich, dass die Höhe der abnormalen Renditen bei denjenigen Übernahmeangeboten besonders hoch ist, die eine im Vergleich höhere Prämie bieten.

	Gruppe 1 (24,56% bis 132,61%) N=29					Gruppe 3 (-54,22% bis 4,76%) N=29					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	32,59%	28,21%	29,92%	8,09 ^{***}	93% ^{***}	-1,10%	-1,11%	5,11%	-0,27	62%	29,32^{***}
[-60;0]	32,09%	27,83%	23,63%	6,34 ^{***}	93% ^{***}	-1,53%	-1,54%	2,72%	-0,49	59%	29,37^{***}
[-30;+30]	29,78%	26,07%	26,32%	6,98 ^{***}	90% ^{***}	0,15%	0,15%	1,49%	0,05	55%	25,92^{***}
[-20;+20]	32,21%	27,92%	22,81%	5,71 ^{***}	100% ^{***}	-0,48%	-0,48%	1,71%	-0,17	59%	28,40^{***}
[-10;+10]	30,97%	26,98%	25,74%	4,90 ^{***}	90% ^{***}	2,03%	2,01%	5,48%	0,80	76% ^{***}	24,97^{***}
[-5;+5]	25,45%	22,67%	18,64%	5,59 ^{***}	90% ^{***}	3,22%	3,17%	4,49%	1,29	69% ^{**}	19,50^{***}
[-5;-1]	7,23%	6,98%	4,14%	2,19 ^{**}	79% ^{***}	0,63%	0,63%	1,11%	0,43	59%	6,35^{**}
[0;0]	9,82%	9,37%	12,63%	4,44 ^{***}	86% ^{***}	1,87%	1,85%	0,11%	1,39	48%	7,52^{***}
[0;+1]	18,21%	16,73%	13,61%	4,84 ^{***}	83% ^{***}	2,83%	2,79%	1,56%	2,06 ^{**}	62% [*]	13,94^{***}
[0;+5]	16,99%	15,69%	13,27%	4,26 ^{***}	79% ^{***}	2,57%	2,54%	1,89%	1,11	55%	13,15^{***}
[+1;+5]	0,39%	0,39%	0,65%	0,20	55%	0,69%	0,69%	0,19%	0,48	48%	-0,30
[-60;-6]	5,71%	5,55%	5,05%	3,26 ^{***}	76% ^{***}	-3,94%	-4,02%	-2,58%	-1,73 [*]	41%	9,57^{***}
[-5;+30]	23,76%	21,32%	18,44%	5,79 ^{***}	93% ^{***}	2,29%	2,26%	2,60%	0,82	66% ^{**}	19,06^{***}
[+6;+60]	-0,01%	-0,01%	-2,39%	-0,01	38%	-0,26%	-0,26%	-2,80%	-0,12	41%	0,25

Tab. 41: DKAR bei unterschiedlichen Übernahmepremien, bezogen auf den Durchschnittskurs 12 Monate vor der Ankündigung

Während sich bei der ersten Gruppe im Gesamtzeitraum von 60 Tagen um den Ankündigungstag eine hochsignifikante abnormale Rendite von 32,59% zeigt, liegt die abnormale Rendite der Gruppe drei für diesen Zeitraum bei -1,10% und ist nicht signifikant.

Die Prämienunterschiede zwischen Gruppe eins und Gruppe drei sind auf dem 1%-Niveau signifikant. Nur in den beiden Nachankündigungsphasen [+1;+5] und [+6;+60] zeigen sich bei diesen beiden Gruppen keine signifikanten Unterschiede. In diesen Perioden kann keine der beiden Gruppen signifikante Überrenditen erzielen. In allen übrigen Ereignisfenstern sind die abnormalen Renditen der ersten Gruppe signifikant und deutlich größer als die der dritten Gruppe. Dieses Ergebnis zeigt, dass der Markt in einem hohen Ausmaß auf die Höhe der langfristigen Übernahmeprämie reagiert.

Ein Blick auf die Vorankündigungsperiode zeigt, dass die Angebote der Gruppe drei eine negative signifikante abnormale Rendite erzielen. Bei diesen Angeboten rechnet der Markt entweder nicht mit einer kommenden Übernahme oder es werden die vergleichsweise niedrigen Übernahmeprämien bereits am Markt antizipiert.

Ob die Prämienunterschiede auch bei kurzfristiger Betrachtungsweise so erheblich sind, soll ein Blick auf die kurzfristige Übernahmeprämie zeigen, die sich unter Zugrundelegung des Stichtagskurses einen Tag vor der Ankündigung ergibt. Auch hier werden die Zielgesellschaften wieder in Abhängigkeit der Höhe der Übernahmeprämie in drei ähnlich große Gruppen eingeteilt. Die offerierten Prämien der ersten Gruppe liegen zwischen 14,60% und 91,74%, die der zweiten Gruppe zwischen -0,87% und 13,97% und die der dritten Gruppe zwischen -40,89% und -1,09%.

	Gruppe 1 (14,60% bis 91,74 %)					Gruppe 3 (-40,89% bis -1,09 %)					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	
[-60;+60]	37,18%	31,61%	34,29%	6,12 ^{***}	93% ^{***}	8,07%	7,76%	12,67%	1,48	64%	23,85^{***}
[-60;0]	25,41%	22,64%	24,08%	5,02 ^{***}	89% ^{***}	5,61%	5,46%	2,72%	1,16	61%	17,18^{***}
[-30;+30]	34,84%	29,89%	30,49%	7,66 ^{***}	93% ^{***}	5,92%	5,75%	1,15%	1,25	54%	24,14^{***}
[-20;+20]	31,13%	27,10%	27,97%	8,76 ^{***}	96% ^{***}	5,83%	5,67%	2,02%	0,98	64%	21,43^{***}
[-10;+10]	33,80%	29,12%	28,96%	7,72 ^{***}	96% ^{***}	7,63%	7,35%	4,18%	1,24	75% ^{**}	21,77^{***}
[-5;+5]	32,79%	28,36%	29,36%	8,33 ^{***}	96% ^{***}	2,46%	2,43%	0,64%	0,70	54%	25,93^{***}
[-5;-1]	3,07%	3,02%	3,56%	2,48 ^{**}	68% ^{**}	5,70%	5,54%	2,55%	1,62	75% ^{***}	-2,52
[0;0]	23,22%	20,88%	18,94%	6,83 ^{***}	82% ^{***}	-0,58%	-0,58%	-0,57%	-0,44	32% [*]	21,46^{***}
[0;+1]	26,01%	23,12%	21,96%	7,65 ^{***}	89% ^{***}	-0,69%	-0,69%	-1,04%	-0,50	39%	23,81^{***}
[0;+5]	28,84%	25,34%	25,73%	8,19 ^{***}	93% ^{***}	-3,06%	-3,11%	-1,82%	-2,31 ^{**}	29% ^{**}	28,45^{***}
[+1;+5]	4,56%	4,46%	0,72%	2,24 ^{**}	61%	-2,50%	-2,53%	-0,78%	-1,38	32%	6,99^{**}
[-60;-6]	-1,25%	-1,26%	1,90%	-0,47	57%	0,50%	0,50%	-1,07%	0,21	46%	-1,76
[-5;+30]	34,68%	29,77%	27,35%	9,21 ^{***}	96% ^{***}	2,23%	2,21%	1,56%	0,65	61%	27,56^{***}
[+6;+60]	4,61%	4,51%	-1,62%	1,63	46%	4,95%	4,83%	4,76%	1,74 [*]	61%	-0,32

Tab 42: DKAR für Übernahmeprämien, bezogen auf den Stichtagskurs einen Tag vor der Ankündigung

Der Vergleich der abnormalen Renditen der Gruppe eins und Gruppe drei bei Berücksichtigung der kurzfristigen Übernahmeprämie zeigt, dass der Unterschied zwischen der

Gruppe mit den vergleichsweise hohen Übernahmeprämien und der Gruppe mit den vergleichsweise niedrigen Übernahmeprämien immer noch sehr deutlich, aber nicht mehr ganz so hoch ist wie bei langfristiger Betrachtungsweise. Mit 37,18% liegt die abnormale Rendite der Gruppe eins deutlich über den 8,07%, die die Gruppe drei im Gesamtuntersuchungszeitraum einsammeln kann. Auf den ersten Blick erstaunt es aber, dass, obwohl die Prämien der Gruppe drei alle im negativen Bereich liegen, sich eine derart hohe abnormale Rendite zeigt. Allerdings ist diese abnormale Rendite nicht signifikant. In den beiden Nachankündigungsphasen [+1;+5] und [+6;+60] sowie in der Vorankündigungsperiode [-5;-1] sind die Unterschiede zwischen diesen beiden Gruppen nicht signifikant. Für alle anderen Zeiträume sind die abnormalen Renditen der Gruppe eins signifikant höher als die der Gruppe drei.

Was bei Gruppe drei besonders auffällt, ist die Tatsache, dass der Markt mit einer signifikanten abnormalen Rendite von -3,06% im Zeitfenster [0;+5] zunächst sehr negativ auf die Ankündigung des Angebots reagiert. In der anschließenden Periode [+6;+60] allerdings zeigt sich eine signifikante abnormale Rendite von 4,95%. Dies bedeutet, dass die negative Reaktion auf längere Sicht gesehen mehr als kompensiert wird.

Ein Vergleich der hier eingeteilten Gruppen mit den drei Gruppen der langfristigen Übernahmeprämien zeigt, dass diese nicht vollständig übereinstimmen. Das bedeutet, dass es durchaus vorkommt, dass die Prämie kurzfristig gesehen sehr hoch, aber auf lange Sicht im Vergleich mit anderen Zielgesellschaften eher niedrig ausfällt.

Insgesamt zeigt sich also, dass sich der Markt bei der Bewertung des Übernahmeangebots im hohen Maße von der Höhe der Übernahmeprämie leiten lässt. Dies kommt darin zum Ausdruck, dass die abnormalen Renditen dann besonders hoch sind, wenn auch eine entsprechend hohe Übernahmeprämie offeriert wird.

5.3.3 Bewertungsergebnis der Fairness Opinion

Im Folgenden sollen die Kursreaktionen bei den 26 Gesellschaften, bei denen mit Hilfe der DCF-Methode im Rahmen der Fairness Opinion eine Wertbandbreite für den Unternehmenswert ermittelt wurde, miteinander verglichen werden. Bei zehn Angeboten liegt der Angebotspreis über der ermittelten Bewertungsspanne, bei drei Angeboten darunter und bei den übrigen 13 Angeboten liegt er innerhalb der errechneten Bandbreite. Es ist zu erwarten,

dass der Markt weniger positiv auf ein Angebot reagiert, bei dem der Preis nicht den wahren Wert der Anteile widerspiegelt. Aus diesem Grund sollten die abnormalen Renditen bei diesen Fällen kleiner sein als diejenigen, bei denen eine Prämie auf den wahren Wert offeriert wird.

	Angebotspreis > Bewertungsspanne N=10				Angebotspreis < Bewertungsspanne N=3				Angebotspreis in Bewertungsspanne N=13			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	13,07%	12,28%**	10,62%	70%**	55,96%	44,44%**	55,98%	100%	20,39%	18,56%**	13,37%	77%**
[-60;0]	15,56%	14,46%***	17,23%	100%***	28,36%	24,97%**	23,52%	100%	15,93%	14,78%***	12,81%	85%***
[-30;+30]	11,09%	10,52%**	6,68%	70%**	64,87%	50,00%*	55,09%	100%	18,90%	17,31%**	16,03%	69%**
[-20;+20]	12,93%	12,16%***	12,59%	90%***	38,87%	32,84%	41,18%	100%	15,93%	14,78%**	6,15%	77%**
[-10;+10]	13,53%	12,69%***	8,41%	80%***	55,77%	44,32%*	50,68%	100%	17,01%	15,71%**	5,82%	69%**
[-5;+5]	14,91%	13,90%***	12,42%	90%***	22,54%	20,33%	16,00%	100%	16,88%	15,60%**	6,93%	62%*
[-5;-1]	4,56%	4,46%**	3,25%	80%***	8,31%	7,98%	9,38%	100%	3,00%	2,96%	1,68%	62%
[0;0]	9,55%	9,12%***	8,27%	80%***	9,63%	9,19%	3,60%	67%	12,60%	11,87%*	6,18%	69%*
[0;+1]	9,60%	9,17%**	8,34%	80%**	10,14%	9,66%	6,80%	67%	12,30%	11,60%*	5,67%	69%*
[0;+5]	9,89%	9,43%**	6,63%	80%**	13,16%	12,36%	14,81%	67%	13,47%	12,64%*	7,35%	54%
[+1;+5]	0,31%	0,31%	0,17%	50%	3,22%	3,17%	-0,64%	33%	0,77%	0,77%	-0,77%	46%
[-60;-6]	0,87%	0,87%	0,71%	70%	8,11%	7,80%	8,69%	67%	-0,05%	-0,05%	7,35%	69%
[-5;+30]	13,43%	12,60%**	6,87%	90%**	43,72%	36,27%*	31,08%	100%	18,85%	17,27%**	14,39%	77%**
[+6;+60]	-2,46%	-2,49%	-3,79%	20%	17,72%	16,31%	19,15%	67%	3,06%	3,01%	-0,26%	46%

Tab. 43: DKAR für den Vergleich des Angebotspreises mit der mittels der DCF-Methode errechneten Bewertungsspanne

Tabelle 43 zeigt allerdings eine gegensätzliche Entwicklung. Angebote, bei denen der Preis unterhalb der Bewertungsspanne liegt, erzielen im gesamten Ereignisfenster von 60 Tagen um den Ankündigungstag eine signifikante abnormale Rendite von 55,96 Prozent, welche hochsignifikant größer ist als die abnormalen Renditen, die sich im gleichen Zeitfenster bei den anderen beiden Gruppen zeigen. Dieses Ergebnis wird vor allem durch die unterschiedliche Entwicklung nach dem Ankündigungstag verursacht. Vergleicht man nur die beiden Gruppen, bei denen der Preis entweder über oder unter der Wertbandbreite des Unternehmenswertes liegt, zeigen sich die größten Unterschiede im Zeitfenster [+6;+60]. Während die Angebote mit einem Preis oberhalb des Unternehmenswertes in diesem Zeitfenster eine negative abnormale Rendite von -2,46% aufweisen, kann die andere Gruppe eine Rendite von 17,72% erzielen. Bei Angeboten, bei denen der Preis unterhalb des Unternehmenswertes liegt, spekuliert der Markt augenscheinlich entweder auf eine Preiserhöhung oder auf eine Konkurrenzofferte. Dies zeigt, dass die Unternehmensbewertung Einfluss auf die nach dem Ankündigungstag stattfindenden Kursreaktionen nimmt. Allerdings muss bei der Aussagekraft die geringe Fallzahl berücksichtigt werden. So zeigen sich bei den drei betrachteten Gesellschaften äußerst unterschiedliche Differenzen zwischen Angebotspreis und Kursverlauf nach dem Ankündigungstag. Bei der Pelikan Holding (2005) liegt der

Aktienkurs der Zielgesellschaft zwischen der Veröffentlichung der Übernahmeabsicht und dem Vollzug des Angebotspreises oberhalb des gebotenen Preises. Ganz anders zeigt sich der Verlauf bei der Ciba Holding AG (2008). Hier liegt der Angebotspreis im Zeitfenster zwischen Ankündigung und Vollzug über dem Aktienkurs. Im Fall der Baumgartner Holding (2008) wurde zwischen der Ankündigung und dem Vollzug der Angebotspreis erhöht. Bis zum Zeitpunkt der Preiserhöhung lag der Aktienkurs über dem Preis, nach der Angebotspreiserhöhung schwankt der um den Preis.

Am Ankündigungstag selbst und in den unterschiedlichen Zeitfenstern, die innerhalb von fünf Tagen um den Ankündigungstag herum liegen, sind die Unterschiede zwischen den drei betrachteten Gruppen nicht signifikant verschieden.

Es zeigt sich also, dass die Unternehmensbewertung nur auf langfristige Sicht hin Einfluss auf die Kursreaktion nimmt, und dass dabei die Unternehmen signifikant höhere Renditen aufweisen, bei denen der Angebotspreis unterhalb des Unternehmenswertes angesetzt ist. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass der Markt unter Umständen das Risiko des Scheiterns der Offerte durch einen unter dem Angebotspreis liegenden Aktienkurs ausdrückt, was bedeutet, dass nicht primär das Bewertungsergebnis der Fairness Opinion, sondern eher das Ausfallrisiko des Angebots für die abnormale Rendite verantwortlich ist. Aufgrund der geringen Fallzahl ist dazu aber keine eingehende Analyse möglich.

5.3.4 Konkurrierende Angebote

Bei der bisherigen Gesamtstichprobe wurde bei konkurrierenden Angeboten nur das erste Angebot mit einbezogen. Wird anstelle dessen nicht das erste, sondern das zweite Angebot berücksichtigt, resultiert daraus eine DKAR für die Gesamtstichprobe von 15,51%. Verglichen mit der DKAR von 15,82% bei der Stichprobe, die das erste Angebot beinhaltet, zeigt sich, dass der Unterschied vernachlässigbar klein ist. Aus diesem Grund wird auch in den folgenden Abschnitten nur das erste Angebot bei der Ermittlung der abnormalen Renditen berücksichtigt.

Den geringen Einfluss, welchen konkurrierende Angebote auf die Gesamtstichprobe ausüben, zeigt die DKAR von 15,20%, die dann erreicht wird, wenn konkurrierende Angebote aus der

Gesamtstichprobe ausgeschlossen werden, im Vergleich zur DKAR von 15,82%, die sich für die Gesamtstichprobe ergibt.

	konkurrierende Angebote N=9					übrige Angebote N=105					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	23,33%	20,97%	21,82%	5,29***	100%***	15,20%	14,15%	11,03%	5,41***	71%***	6,82*
[-60;0]	15,42%	14,34%	16,47%	4,20***	89%***	12,41%	11,70%	9,34%	5,11***	78%***	2,64
[-30;+30]	18,41%	16,90%	16,30%	4,22***	89%***	13,52%	12,68%	10,36%	5,66***	69%***	4,22
[-20;+20]	15,78%	14,65%	9,29%	3,48***	78%**	13,58%	12,73%	8,70%	5,71***	78%***	1,92
[-10;+10]	12,49%	11,77%	14,39%	2,53**	78%*	13,56%	12,72%	7,00%	5,31***	77%***	-0,95
[-5;+5]	10,47%	9,96%	11,52%	2,81***	67%*	12,82%	12,06%	6,96%	6,12***	79%***	-2,10
[-5;-1]	-0,21%	-0,21%	7,25%	-0,10	100%	2,93%	2,89%	1,58%	2,66***	63%***	-3,10
[0;0]	5,98%	5,81%	5,22%	2,22*	67%*	8,56%	8,21%	2,05%	5,35***	71%***	-2,40
[0;+1]	8,14%	7,83%	8,97%	3,63***	89%***	9,49%	9,07%	4,09%	5,72***	73%***	-1,24
[0;+5]	10,71%	10,17%	3,84%	5,02***	67%***	9,61%	9,18%	5,24%	5,34***	67%***	0,99**
[+1;+5]	4,46%	4,36%	14,42%	3,28***	78%***	0,97%	0,97%	0,08%	1,15	50%	3,39***
[-60;-6]	9,13%	8,74%	16,51%	2,20**	89%**	0,60%	0,60%	2,25%	0,52	61%	8,14***
[-5;+30]	7,43%	7,17%	0,24%	1,59	56%	12,82%	12,06%	7,50%	5,92***	76%***	-4,89***
[+6;+60]	2,31%	2,28%	3,73%	0,98	89%	1,50%	1,49%	-2,39%	1,15	43%	0,79*

Tab 44: DKAR für konkurrierende Angebote

Wie in Tabelle 44 ersichtlich, sind die Unterschiede zwischen den konkurrierenden und den übrigen Angeboten in den meisten Fällen nicht signifikant. Dies überrascht für den Ankündigungstag und den darauffolgenden Tag wenig, denn an diesen Tagen ist bei konkurrierenden Angeboten noch nicht bekannt, dass ein zweites Angebot auf das erste folgen wird. Das bedeutet also, dass sich die abnormalen Renditen der konkurrierenden Angebote von denen der übrigen Angebote an diesen Tagen nicht signifikant unterscheiden dürften. Im Gesamtuntersuchungszeitraum allerdings sind die Unterschiede zwischen diesen beiden Gruppen signifikant. Hier erzielen konkurrierende Angebote mit 23,33% eine deutlich höhere abnormale Rendite als die übrigen Angebote mit 15,20%. Besonders große Unterschiede gibt es in der Nachankündigungsperiode [+1;+5], wo konkurrierende Angebote eine hochsignifikante abnormale Rendite von 4,46% einsammeln, im Vergleich zur insignifikanten abnormalen Rendite von 0,97%, die sich bei den übrigen Angeboten zeigt. Bedenkt man allerdings, dass keines der konkurrierenden Angebote in einer derart kurzen Zeitspanne nach dem ersten Angebot angekündigt wurde,¹⁰³⁰ deutet dieses Ergebnis darauf hin, dass der Markt bereits mit einem konkurrierenden Angebot rechnet. In der Nachankündigungsperiode [+6;+60], in der die Information um das zweite Angebot zur Verfügung steht, liegt die

¹⁰³⁰ Die kürzeste Zeitspanne zwischen der Ankündigung des ersten und der Ankündigung des zweiten Angebots beträgt neun Börsentage.

abnormale Rendite der konkurrierenden Angebote bei 2,31%. Allerdings ist diese Überrendite nicht signifikant.

Werden bei konkurrierenden Angeboten das erste und das zweite Angebot miteinander verglichen, zeigt sich, dass nur in der Vorankündigungsperiode [-60;-6], in der Ankündigungsperiode [0;5] und in der Nachankündigungsperiode [+6;+60] signifikante Unterschiede bestehen.

	konkurrierende Angebote (1. Angebot)					konkurrierende Angebote (2. Angebot)					Differenz in
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	%-Punkten
[-60;+60]	23,33%	20,97%	21,82%	5,29 ^{***}	100% ^{***}	19,09%	17,47%	13,19%	4,42 ^{***}	100% ^{***}	3,50
[-60;0]	15,42%	14,34%	16,47%	4,20 ^{***}	89% ^{***}	21,65%	19,60%	14,94%	4,03 ^{***}	89% ^{***}	-5,26
[-30;+30]	18,41%	16,90%	16,30%	4,22 ^{***}	89% ^{***}	11,80%	11,15%	7,57%	5,31 ^{***}	100% ^{***}	5,75
[-20;+20]	15,78%	14,65%	9,29%	3,48 ^{***}	78% ^{**}	9,91%	9,45%	9,05%	4,56 ^{***}	89% ^{***}	5,20
[-10;+10]	12,49%	11,77%	14,39%	2,53 ^{**}	78% [*]	8,24%	7,92%	4,14%	5,59 ^{***}	78% ^{**}	3,85
[-5;+5]	10,47%	9,96%	11,52%	2,81 ^{***}	67% [*]	7,48%	7,21%	7,13%	3,51 ^{***}	89% ^{**}	2,75
[-5;-1]	-0,21%	-0,21%	7,25%	-0,10	100%	0,45%	0,45%	6,64%	0,54	89%	-0,66
[0;0]	5,98%	5,81%	5,22%	2,22 [*]	67% [*]	6,94%	6,71%	5,34%	4,62 ^{***}	100% ^{***}	-0,90
[0;+1]	8,14%	7,83%	8,97%	3,63 ^{***}	89% ^{***}	6,33%	6,14%	9,13%	3,65 ^{***}	89% ^{**}	1,69
[0;+5]	10,71%	10,17%	3,84%	5,02 ^{***}	67% ^{***}	6,98%	6,75%	-1,60%	3,03 ^{***}	44% ^{**}	3,42[*]
[+1;+5]	4,46%	4,36%	14,42%	3,28 ^{***}	78% ^{***}	0,05%	0,05%	8,55%	0,04	89%	4,31
[-60;-6]	9,13%	8,74%	16,51%	2,20 ^{**}	89% ^{**}	13,25%	12,44%	13,49%	2,49 ^{**}	100% ^{**}	-3,70[*]
[-5;+30]	7,43%	7,17%	0,24%	1,59	56%	5,97%	5,80%	1,43%	1,97 [*]	56% [*]	1,37
[+6;+60]	2,31%	2,28%	3,73%	0,98	89%	-2,15%	-2,17%	-0,42%	-0,84	44%	4,45^{***}

Tab 45: DKAR für konkurrierende Angebote: Vergleich des ersten Angebots mit dem zweiten Angebot

Dass in der Vorankündigungsperiode [-60;-6] die DKAR der zweiten Angebote größer ist als die der ersten Angebote, hängt damit zusammen, dass bei den zweiten Angeboten die Informationen um das erste Angebot bereits enthalten sind. In der Ankündigungsperiode [0;+5] zeigt sich bei den ersten Angeboten – wie bereits erwähnt – die Hoffnung auf ein zweites höheres Angebot. Der Kurseffekt fällt bei den zweiten Angeboten zwar geringer aus, dennoch kann eine hochsignifikante Überrendite von 6,98% erzielt werden. Darin ist die Hoffnung auf eine Bieterschlacht und eine damit einhergehende Angebotspreiserhöhung enthalten. In der Nachankündigungsperiode [+6;+60] haben die ersten Angebote mit 2,31% eine deutlich höhere Überrendite zu verzeichnen als die zweiten Angebote, da die Informationen des noch folgenden zweiten Angebots darin enthalten sind. Beim zweiten Angebot beträgt die Überrendite in diesem Zeitraum -2,15%, was zeigt, dass der Markt nicht zufrieden mit dem Ausgang der Bieterschlacht ist und sich mehr erhofft hatte.

5.3.5 Konzernumstrukturierungen

Bei den bisherigen Untersuchungen waren auch Konzernumstrukturierungen enthalten, welche nicht als klassische Übernahmeangebote betrachtet werden können, bei denen es um den Erwerb eines bestimmten Anteils an der Zielgesellschaft geht. Ob es bei Einschluss der Konzernumstrukturierungen zu einer Verzerrung der Ergebnisse kommt, soll die folgende Untersuchung zeigen. Dazu werden die Konzernumstrukturierungen von den klassischen Angeboten separiert.

	alle Angebote ohne Konzernumstrukturierungen N=104					Konzernumstrukturierungen N=10					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	18,19%	16,71%	13,07%	6,78***	77%***	-6,10%	-6,29%	-3,26%	-0,75	40%	23,00***
[-60;0]	14,68%	13,70%	11,65%	6,60***	81%***	-6,53%	-6,75%	1,50%	-0,70	60%	20,45***
[-30;+30]	15,66%	14,55%	12,36%	6,79***	74%***	-2,90%	-2,94%	-5,55%	-0,43	30%	17,49**
[-20;+20]	15,26%	14,20%	10,93%	6,52***	83%***	-0,81%	-0,81%	-2,07%	-0,15	40%	15,01**
[-10;+10]	15,44%	14,36%	7,64%	6,15***	83%***	-5,01%	-5,14%	-2,51%	-0,97	20%	19,50***
[-5;+5]	14,21%	13,29%	8,20%	6,93***	81%***	-2,57%	-2,60%	-1,40%	-0,60	50%	15,89***
[-5;-1]	3,11%	3,06%	1,52%	2,87***	64%***	-1,73%	-1,75%	-1,39%	-0,57	40%	4,81*
[0;0]	9,34%	8,93%	3,56%	5,85***	71%***	-1,38%	-1,39%	0,12%	-0,67	70%	10,32***
[0;+1]	10,53%	10,01%	5,88%	6,43***	77%***	-1,83%	-1,85%	0,93%	-0,77	60%	11,86**
[0;+5]	10,77%	10,23%	6,30%	6,01***	71%***	-0,85%	-0,85%	-0,93%	-0,40	40%	11,08***
[+1;+5]	1,31%	1,30%	0,45%	1,55	54%	0,54%	0,54%	0,45%	0,28	50%	0,76
[-60;-6]	1,72%	1,71%	2,30%	1,54	63%**	-3,55%	-3,61%	1,17%	-0,65	50%	5,32
[-5;+30]	14,13%	13,22%	8,70%	6,74***	81%***	-4,38%	-4,48%	-7,63%	-0,81	30%	17,70***
[+6;+60]	1,72%	1,71%	-2,00%	1,37	44%	-0,08%	-0,08%	0,16%	-0,02	50%	1,79

Tab. 46: DKAR für Konzernumstrukturierung

Aus Tabelle 46 wird ersichtlich, dass der Markt mit einer abnormalen Rendite von -6,10% im Gesamtuntersuchungszeitraum äußerst negativ auf die Ankündigung einer Konzernumstrukturierung reagiert, die als Übernahmeangebot abgewickelt werden soll. Augenscheinlich erwartet der Markt Einbußen, da die Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots nicht ohne Kosten abläuft. Der durch die Konzernumstrukturierung gewonnene Nutzen vermag vielleicht nicht diese Kosten auf kurze oder mittelfristige Sicht zu kompensieren. Die Unterschiede zwischen den Konzernumstrukturierungen und den übrigen Angeboten sind in den meisten Fällen signifikant. Dieses Ergebnis zeigt, dass bei Einschluss der Konzernumstrukturierungen die abnormalen Renditen unterschätzt werden. Aus diesem Grund werden bei den folgenden Untersuchungen die Konzernumstrukturierungen ausgeschlossen.

5.3.6 Freundliche Angebote versus feindliche Angebote

Die Kursreaktionen auf freundliche und feindliche Angebote in den verschiedenen Ereignisfenstern finden sich in Tabelle 47.

	freundliche Angebote N=84					feindliche Angebote N=20					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	20,42%	18,58%	15,18%	6,46 ^{***}	76% ^{***}	8,34%	8,01%	11,78%	2,18 ^{**}	80% ^{**}	10,57^{**}
[-60;0]	16,65%	15,40%	11,91%	6,26 ^{***}	83% ^{***}	8,62%	8,27%	9,19%	2,67 ^{**}	75% ^{**}	7,13^{**}
[-30;+30]	16,68%	15,43%	10,81%	6,06 ^{***}	73% ^{***}	9,14%	8,75%	13,79%	2,32 ^{**}	80% ^{***}	6,68^{**}
[-20;+20]	16,80%	15,53%	9,75%	6,04 ^{***}	82% ^{***}	6,81%	6,59%	10,26%	0,92	85% ^{***}	8,94^{**}
[-10;+10]	16,93%	15,64%	7,14%	5,58 ^{***}	82% ^{***}	6,58%	6,37%	7,64%	2,93 ^{***}	85% ^{***}	9,27^{***}
[-5;+5]	15,53%	14,44%	7,42%	6,39 ^{***}	82% ^{***}	6,75%	6,53%	7,78%	2,39 ^{**}	75% ^{**}	7,91^{**}
[-5;-1]	3,84%	3,77%	1,80%	2,96 ^{***}	65% ^{***}	-0,81%	-0,81%	-0,07%	2,92 ^{***}	50%	4,58^{***}
[0;0]	10,14%	9,66%	3,36%	5,29 ^{***}	73% ^{***}	5,84%	5,68%	5,85%	3,02 ^{***}	65% ^{**}	3,98[*]
[0;+1]	11,52%	10,90%	4,98%	5,88 ^{***}	77% ^{***}	5,97%	5,80%	7,16%	3,68 ^{***}	70% ^{**}	5,10^{**}
[0;+5]	11,26%	10,67%	5,67%	5,32 ^{***}	71% ^{***}	7,82%	7,53%	7,93%	-0,67	75% ^{***}	3,14
[+1;+5]	1,01%	1,00%	-0,09%	1,00	49%	2,10%	2,08%	1,85%	3,96 ^{***}	65%	-1,08
[-60;-6]	1,99%	1,97%	2,82%	1,54	65% ^{**}	2,87%	2,83%	1,83%	3,08 ^{***}	65%	-0,86
[-5;+30]	15,17%	14,12%	7,65%	6,13 ^{***}	81% ^{***}	7,41%	7,15%	7,79%	-0,22	70% ^{**}	6,97^{**}
[+6;+60]	2,20%	2,18%	-1,79%	1,48	44%	-2,31%	-2,34%	-3,27%	0,95	35%	4,52^{**}

Tab. 47: DKAR für freundliche und feindliche Angebote

Dabei beinhaltet die Gruppe der freundlichen Angebote auch diejenigen, bei denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft keine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung abgibt. Es zeigt sich, dass – mit Ausnahme der Vorankündigungsperiode [-60;-6] sowie der Nachankündigungsperiode [+1;+5] – freundliche Angebote eine in den meisten Fällen mehr als doppelt so hohe abnormale Rendite erzielen als feindliche Angebote.¹⁰³¹ Die Ergebnisse der beiden Angebotsgruppen sind dabei für die meisten Zeitfenster signifikant verschieden.

Was besonders ins Auge fällt, ist die Tatsache, dass freundliche Angebote in der Vorankündigungsperiode [-5;-1] eine hochsignifikante abnormale Rendite von 3,84% aufweisen, wohingegen die hochsignifikante abnormale Rendite der feindlichen Angebote in diesem Zeitfenster bei -0,81% liegt. In der weiter in der Vergangenheit liegenden Periode von [-60;-6] beträgt die abnormale Rendite der freundlichen Angebote 1,99%, wohingegen sich bei feindlichen Angeboten eine hochsignifikante abnormale Rendite von 2,87% ansammelt. Dies deutet darauf hin, dass der feindliche Anbieter in der Periode [-60;-6] versucht, über die Börse weitere Titel der Zielgesellschaft zu erwerben, was den Aktienpreis steigen lässt.

¹⁰³¹ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch FLANAGAN(1996), S. 831.

In der Nachankündigungsphase [+1;+5] können feindliche Angebote eine hochsignifikante abnormale Rendite von 2,1% aufweisen. Daran wird deutlich, dass bei feindlichen Übernahmeangeboten der Aktienkurs in den Tagen nach der Ankündigung sofort die Hoffnung auf eine Angebotspreiserhöhung oder eine Konkurrenzofferte enthält.¹⁰³²

Die Wirkung der Abwehrmaßnahmen, die der Verwaltungsrat bei feindlichen Angeboten ergreift, zeigt sich beim Vergleich der Ereignisperioden [-60;+60] und [-60;0]. Im gesamten Untersuchungszeitraum von 60 Tagen um den Ankündigungstag herum liegt die abnormale Rendite der feindlichen Angebote bei 8,34%, im Zeitfenster [-60;0] dagegen bei 8,62%. Dies zeigt, dass nach dem Ankündigungstag ein Teil der bis dahin angesammelten abnormalen Rendite verloren geht, was wohl den Abwehrmaßnahmen des Verwaltungsrats zugeschrieben werden kann. Bei freundlichen Angeboten sammelt sich dagegen ab dem Tag der Ankündigung bis zum Ende des Untersuchungszeitraumes eine abnormale Rendite in Höhe von 3,77% an.

Werden bei den feindlichen Angeboten diejenigen ausgeschlossen, die weder von Seiten des Anbieters noch von Seiten der Zielgesellschaft gewünscht sind, so steigt zwar die abnormale Rendite der verbleibenden feindlichen Angebote an, liegen dann aber dennoch hinter der abnormalen Rendite der freundlichen Angebote zurück.¹⁰³³

Wird die Gruppe der freundlichen Angebote in neutrale Angebote und (reine) freundliche Angebote¹⁰³⁴ unterteilt, zeigt sich, dass neutrale Angebote im gesamten Untersuchungszeitraum eine deutlich höhere Überrendite aufweisen als (reine) freundliche Angebote. Allerdings sind die Unterschiede für diesen Zeitraum nicht signifikant. Signifikant sind die Unterschiede lediglich am Ankündigungstag und in der Periode einen Tag und fünf Tage danach sowie in der Periode [+6;+60]. Am Ankündigungstag und in den Tagen danach erzielen (reine) freundliche Angebote deutlich höhere Überrenditen als neutrale Angebote. In der Periode [+6;+60] allerdings können (reine) freundliche Angebote keine signifikante Überrendite erzielen, während die signifikante abnormale Rendite der neutralen Angebote in diesem Zeitfenster bei 13,33% liegt. Der Unterschied zwischen den beiden Gruppen ist dabei hochsignifikant.

¹⁰³² Vgl. MARTYNOVA/RENNEBOOG(2005), S. 10.

¹⁰³³ Als erzwungene Angebote wurden bereits bei der Untersuchung der Übernahmeprämien die Angebote für folgende Zielgesellschaften klassifiziert: Esec(2001), Jelmoli(2003), Atel(2006), Bank Sarasin(2007).

¹⁰³⁴ Als (reine) freundliche Angebote werden diejenigen bezeichnet, bei denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Annahme empfiehlt.

	(reine) freundliche Angebote N=73					neutrale Angebote N=11					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	19,22%	17,58%	14,31%	6,02***	77%***	28,69%	25,22%	17,72%	2,38**	73%**	-7,64
[-60;0]	16,95%	15,66%	12,81%	6,61***	85%***	14,64%	13,66%	2,37%	1,27	73%	2,00
[-30;+30]	16,57%	15,33%	10,89%	5,72***	73%***	16,03%	14,87%	6,02%	2,33**	73%	0,46
[-20;+20]	16,15%	14,97%	10,70%	6,35***	84%***	21,17%	19,20%	3,02%	2,32**	73%*	-4,23
[-10;+10]	15,75%	14,63%	7,28%	5,71***	84%***	24,23%	21,70%	5,17%	2,64**	73%	-7,07
[-5;+5]	15,30%	14,24%	8,12%	6,05***	82%***	17,02%	15,72%	5,29%	2,05*	82%**	-1,48
[-5;-1]	2,52%	2,49%	1,72%	3,35***	66%***	13,93%	13,04%	7,06%	2,56**	73%**	-10,55
[0;0]	11,22%	10,63%	4,14%	5,25***	74%***	2,72%	2,68%	-1,40%	0,31	45%	7,95**
[0;+1]	12,77%	12,02%	6,13%	5,86***	81%***	3,32%	3,27%	0,29%	1,01	64%	8,75**
[0;+5]	12,47%	11,75%	6,67%	5,39***	75%***	3,38%	3,32%	-0,51%	1,01	45%	8,43*
[+1;+5]	1,13%	1,12%	-0,03%	1,20	49%	-0,47%	-0,47%	-0,64%	-0,06	36%	1,59
[-60;-6]	2,58%	2,55%	4,38%	1,86*	68%***	-0,57%	-0,57%	-3,52%	-0,04	45%	3,12
[-5;+30]	15,30%	14,24%	7,80%	5,59***	81%***	14,67%	13,69%	10,33%	2,56**	82%**	0,55
[+6;+60]	0,79%	0,79%	-1,86%	0,60	42%	13,33%	12,51%	5,93%	2,31**	64%	-11,72***

Tab 48: DKAR für (reine) freundliche und neutrale Angebote

Dieses Ergebnis zeigt, dass bei Angeboten, bei denen der Verwaltungsrat keine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung gibt, die Informationen, die nach der Ankündigung in den Markt kommen, werthaltig sind.

5.3.7 Kaufangebote versus Tauschangebote

In der Literatur gibt es unterschiedliche Ergebnisse, wenn der Einfluss betrachtet wird, den die Art des Angebotspreises auf die Höhe der Kursreaktion nimmt. KAUP(2008) zeigt in einer Studie, die die M&A-Aktivität in der deutschen Logistikbranche untersucht, dass die Art des Angebotspreises – Kauf oder Tausch – keinen Einfluss auf die abnormale Rendite der Zielgesellschaft hat.¹⁰³⁵ Dagegen finden LOUGHRAN/VIJH(1997) sowie ANDRADE/MITCHELL/STAFFORD(2001) heraus, dass Kaufangebote zu höheren abnormalen Renditen führen als Tauschangebote.¹⁰³⁶

In Tabelle 49 wird ersichtlich, dass Kaufangebote – mit Ausnahme der Perioden [-60;-6], [+1;+5] sowie [+6;+60] - deutlich höhere abnormale Renditen erbringen als Tauschangebote. Allerdings sind diese Ergebnisse nicht in allen betrachteten Ereignisfenstern signifikant voneinander verschieden. Bei der Gruppe der Tauschangebote sind auch

¹⁰³⁵ Vgl. KAUP(2008), S. 132.

¹⁰³⁶ Vgl. LOUGHRAN/VIJH(1997)S. 1775, ANDRADE/MITCHELL/STAFFORD(2001), S. 111f.

diejenigen Angebote enthalten, die neben dem Tausch auch zusätzlich eine Barkomponente enthalten.

	Kaufangebote N=76					Tauschangebote N=28					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	19,66%	17,95%	13,07%	6,30***	82%***	14,27%	13,34%	13,46%	2,72**	64%**	4,61
[-60;0]	17,41%	16,05%	14,29%	6,45***	83%***	7,59%	7,32%	7,58%	2,10**	75%***	8,73**
[-30;+30]	17,27%	15,93%	12,94%	6,13***	87%***	11,38%	10,78%	4,94%	2,95***	64%**	5,15
[-20;+20]	16,89%	15,61%	1,61%	5,66***	61%***	10,93%	10,37%	8,58%	3,43***	71%***	5,24*
[-10;+10]	18,31%	16,81%	10,59%	5,74***	84%***	8,00%	7,70%	4,93%	2,41**	79%**	9,11**
[-5;+5]	17,15%	15,83%	10,66%	6,70***	84%***	6,61%	6,40%	3,99%	2,33**	71%**	9,43***
[-5;-1]	4,05%	3,97%	7,38%	2,85***	76%***	0,60%	0,60%	0,03%	0,53	50%	3,37**
[0;0]	11,53%	10,91%	5,15%	5,67***	74%***	3,61%	3,55%	1,69%	1,87*	64%*	7,36***
[0;+1]	12,41%	11,70%	7,35%	5,98***	72%***	5,59%	5,44%	2,61%	2,58**	79%***	6,26**
[0;+5]	12,59%	11,86%	-2,43%	5,54***	41%***	5,97%	5,80%	5,10%	2,48**	68%**	6,06**
[+1;+5]	0,95%	0,95%	9,63%	0,96	84%	2,28%	2,25%	1,56%	1,39	57%	-1,30
[-60;-6]	1,18%	1,17%	13,42%	0,96	78%	3,22%	3,17%	6,62%	1,29	71%**	-2,00
[-5;+30]	16,03%	14,87%	2,30%	6,16***	70%***	9,16%	8,76%	6,57%	2,81***	71%**	6,11*
[+6;+60]	0,95%	0,95%	0,39%	0,68	53%	3,83%	3,76%	1,99%	1,40	54%	-2,81

Tab. 49: DKAR für Kaufangebote und Tauschangebote

Die größten Unterschiede zeigen sich am Ankündigungstag und im Zeitfenster von fünf Tagen um den Ankündigungstag herum. Am Ereignistag beträgt die hochsignifikante abnormale Rendite der Kaufangebote 11,53%, wohingegen bei Tauschangeboten nur 3,61% erreicht werden. In der Ankündigungsperiode [-5;+5] sammeln Kaufangebote eine hochsignifikante Überrendite von 17,15% an, Tauschangebote dagegen nur 6,61%. Die Ergebnisse sind dabei auf dem 1%-Niveau signifikant voneinander verschieden.

Die geringeren Überrenditen, die sich bei Tauschangeboten im Vergleich zu Kaufangeboten einstellen, sind darauf zurückzuführen, dass eine gewisse Unsicherheit über die Kursentwicklung der zum Tausch angebotenen Titel besteht. Demgegenüber können die Aktionäre bei Kaufangeboten genau beziffern, welchen Betrag sie bei Durchführung des Angebots erhalten.

Bei einer Unterteilung der Kauf- und Tauschangebote in freundliche und feindliche Angebote¹⁰³⁷ sind die Unterschiede zwischen Kauf- und Tauschangeboten bei ausschließlicher Betrachtung freundlicher Angebote ähnlich ausgeprägt wie bei der Betrachtung aller Kauf- und Tauschangebote. Werden dagegen nur feindliche Angebote berücksichtigt, ist es vom jeweils betrachteten Ereignisfenster abhängig, ob Kauf- oder

¹⁰³⁷ Bei den folgenden Untersuchungen beinhaltet die Gruppe der freundlichen Angebote auch die neutralen Angebote.

Tauschangebote höhere Überrenditen erzielen. Wird der Gesamtuntersuchungszeitraum [-60;+60] betrachtet, so liegt die abnormale Rendite der feindlichen Kaufangebote mit 9,53% deutlich über der abnormalen Rendite von 3,31%, die feindliche Tauschangebote erreichen. Im Zeitfenster [-20;+20] dagegen ist die Überrendite, die feindliche Tauschangebote auf sammeln, mit 9,38% beinahe doppelt so hoch wie die abnormale Rendite der feindlichen Kaufangebote, die in diesem Zeitfenster nur 5,08% beträgt.

Werden Kaufangebote in freundliche und feindliche Angebote unterteilt, zeigen sich ähnliche Ergebnisse wie bei der Unterteilung aller Angebote in die Kategorien freundlich und feindlich. Bei Tauschangeboten gibt es dagegen in einigen der betrachteten Ereignisfenster nur geringfügige Unterschiede zwischen freundlichen und feindlichen Angeboten. Im gesamten Untersuchungszeitraum [-60;+60] allerdings erzielen freundliche Tauschangebote mit 15,57% eine beinahe fünfmal so hohe abnormale Rendite wie feindliche Tauschangebote mit 3,31%.

Werden gemischte Angebote ausgeschlossen und den Kaufangeboten die reinen Tauschangebote ohne Barkomponente gegenübergestellt, zeigen sich noch größere Differenzen zwischen den abnormalen Renditen, da reine Tauschangebote wesentlich geringere Überrenditen erzielen als die Gruppe der Tauschangebote, die kombinierte Angebote enthält. Besonders am Ankündigungstag wird die mit Tauschangeboten einhergehende Unsicherheit deutlich. Während Kaufangebote an diesem Tag eine hochsignifikante Überrendite von 11,53% erreichen, liegt diese bei Tauschangeboten bei 3,61% und bei reinen Tauschangeboten bei nur noch 1,2%.

	Kaufangebote N=76					reine Tauschangebote N=18					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	19,66%	17,95%	13,07%	6,30***	82%***	12,74%	11,99%	6,47%	1,71	56%	5,96
[-60;0]	17,41%	16,05%	14,29%	6,45***	83%***	4,48%	4,38%	7,58%	1,02	78%**	11,67**
[-30;+30]	17,27%	15,93%	12,94%	6,13***	87%***	9,77%	9,32%	2,12%	1,88*	61%	6,61
[-20;+20]	16,89%	15,61%	1,61%	5,66***	61%***	8,43%	8,09%	7,31%	2,45**	67%**	7,52**
[-10;+10]	18,31%	16,81%	10,59%	5,74***	84%***	5,84%	5,68%	4,08%	1,42	72%	11,13**
[-5;+5]	17,15%	15,83%	10,66%	6,70***	84%***	3,55%	3,49%	3,17%	1,14	72%	12,34***
[-5;-1]	4,05%	3,97%	7,38%	2,85***	76%***	0,35%	0,35%	-0,40%	0,28	44%	3,62**
[0;0]	11,53%	10,91%	5,15%	5,67***	74%***	1,20%	1,19%	1,69%	0,78	61%	9,72***
[0;+1]	12,41%	11,70%	7,35%	5,98***	72%***	3,18%	3,13%	2,08%	1,39	72%	8,57***
[0;+5]	12,59%	11,86%	-2,43%	5,54***	41%***	3,19%	3,14%	2,62%	1,15	61%	8,72***
[+1;+5]	0,95%	0,95%	9,63%	0,96	84%	1,97%	1,95%	0,23%	0,81	50%	-1,00
[-60;-6]	1,18%	1,17%	13,42%	0,96	78%	2,87%	2,83%	7,30%	0,89	83%**	-1,66
[-5;+30]	16,03%	14,87%	2,30%	6,16***	70%***	8,65%	8,30%	4,98%	2,42**	72%**	6,57*
[+6;+60]	0,95%	0,95%	0,39%	0,68	53%	5,83%	5,67%	4,72%	1,44	56%	-4,72

Tab. 50: DKAR für Kauf- und reine Tauschangebote

Wird die Gruppe der kombinierten Angebote isoliert betrachtet, zeigt sich, dass sich ähnlich hohe Überrenditen einstellen wie bei Kaufangeboten.¹⁰³⁸

Neben den Auswirkungen auf den Kurs der Zielgesellschaft spielt die Art des Angebots auch für die Kursentwicklung beim Anbieter eine große Rolle. So muss der Anbieter bei der Entscheidung für ein Kauf- bzw. ein Tauschangebot nicht nur die Finanzierbarkeit berücksichtigen, sondern auch bedenken, dass diese Entscheidung sich im Kurs seiner eigenen Gesellschaft widerspiegelt. In Abhängigkeit des betrachteten Zeitfensters unterschieden sich die Ergebnisse dabei. So finden GOERGEN/RENNEBOOG(2002) für Europa und ECKBO/GIAMMARINO/HEINKEL(1990) für die USA heraus, dass bei einem Zeitfenster von [-60;+60] bzw. von [0;+20] die abnormalen Renditen des Anbieters bei Tauschangeboten höher sind als bei Kaufangeboten.¹⁰³⁹ Dagegen errechnen CHANG(1998) und AKBULUT/MATSUSAKA(2010) jeweils für die USA bei Betrachtung der Tage, die direkt um den Ankündigungstag herum liegen, für Kaufangebote höhere abnormale Renditen auf Seiten des Anbieters als für Tauschangebote.¹⁰⁴⁰ Zunächst deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass Tauschangebote auf lange Sicht hin den Kurs des Anbieters weniger negativ beeinflussen als Kaufangebote. Zu einem anderen Ergebnis kommen WANSLEY/LANE/YANG(1987). In ihrer Untersuchung sind die abnormalen Renditen, die sich beim Anbieter zeigen, für Kaufangebote in einem Zeitfenster von 40 Tagen um den Ankündigungstag herum mit 6,17% deutlich über denen der Tauschangebote mit -1,51%. Sie sehen damit die Hypothese bestätigt, dass der Anbieter sich gerade dann für ein Tauschangebot (Kaufangebot) entscheidet, wenn seine Aktien überbewertet (unterbewertet) sind.¹⁰⁴¹

Einer Studie von FACCIO/MASULIS(2005) zufolge hat der Hauptaktionär des Anbieters Einfluss darauf, ob die Offerte als Kaufangebot, Umtauschangebot oder als ein Mix aus beiden Varianten ausgestaltet wird. Für die Jahre von 1997 bis 2000 dominierten bei

¹⁰³⁸ Im Zeitraum [-60;+60] liegt die abnormale Rendite bei 17,08%, am Ankündigungstag bei 10,08%. Die übrigen Werte können im Anhang ab Seite 425 nachgeschlagen werden.

¹⁰³⁹ Bei GOERGEN/RENNEBOOG(2002) betragen die abnormalen Renditen im Zeitfenster [-60;+60] bei Kaufangeboten -1,44%, bei Tauschangeboten 2,72%. ECKBO/GIAMMARINO/HEINKEL(1990) errechnen für Kaufangebote im Zeitfenster [0;+20] eine abnormale Rendite von 0,87%, für Tauschangebote eine abnormale Rendite von 3,86%.

¹⁰⁴⁰ Bei CHANG(1998) betragen die abnormalen Renditen im Zeitfenster [-1;0] bei Kaufangeboten -0,02%, bei Tauschangeboten -2,46%. Bei AKBULUT/MATSUSAKA(2010) liegen die abnormalen Renditen der Kaufangebote im Zeitfenster [-1;+1] bei verbundenen Unternehmen bei 0,5%, bei nicht miteinander verbundenen Unternehmen bei 0,7%. Für Tauschangebote beträgt die abnormale Rendite in diesem Zeitfenster bei verbundenen Unternehmen -2,3% und bei nicht miteinander verbundenen Unternehmen -1,7%.

¹⁰⁴¹ Vgl. WANSLEY/LANE/YANG(1987), S. 411ff.

europäischen Übernahmen Umtauschangebote, sofern der Mehrheitsaktionär des Anbieters über ein Stimmrecht zwischen 20% und 60% verfügte.¹⁰⁴²

5.3.8 Freiwillige Angebote versus Pflichtangebote

Wie Tabelle 51 zu entnehmen ist, spielt es für die Kursreaktion im gesamten Untersuchungszeitraum [-60;+60] keine Rolle, ob es sich beim Übernahmeangebot um ein freiwilliges Angebot oder um ein Pflichtangebot handelt, da sich die Überrenditen nicht signifikant unterscheiden.

	freiwillige Angebote N=75					Pflichtangebot N=29					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	18,53%	17,00%	12,77%	6,25***	75%***	17,29%	15,95%	13,51%	2,94***	83%***	1,05
[-60;0]	15,08%	14,05%	13,49%	6,15***	83%***	13,66%	12,80%	5,99%	2,79***	76%***	1,25
[-30;+30]	17,67%	16,27%	13,43%	6,71***	77%***	10,61%	10,08%	7,50%	2,29**	66%***	6,19*
[-20;+20]	15,77%	14,64%	10,70%	6,75***	85%***	13,94%	13,05%	11,15%	2,37**	76%***	1,59
[-10;+10]	15,79%	14,66%	9,10%	6,18***	83%***	14,55%	13,58%	7,48%	2,35**	83%***	1,08
[-5;+5]	15,04%	14,01%	10,18%	6,68***	83%***	12,12%	11,44%	5,10%	2,68**	76%***	2,57
[-5;-1]	2,00%	1,98%	1,03%	2,51**	60%**	6,04%	5,86%	2,67%	1,82*	76%***	-3,88
[0;0]	14,71%	13,72%	9,10%	5,64***	76%***	6,05%	5,87%	0,07%	2,19**	61%	7,85
[0;+1]	12,13%	11,45%	7,52%	6,36***	88%***	6,49%	6,29%	-0,30%	2,08**	48%	5,16*
[0;+5]	12,78%	12,03%	7,35%	6,25***	80%***	5,74%	5,58%	-0,31%	1,63	48%	6,45**
[+1;+5]	1,94%	1,92%	0,74%	2,24**	59%	-0,29%	-0,29%	-0,28%	-0,14	41%	2,21
[-60;-6]	1,98%	1,96%	2,79%	1,48	68%**	1,08%	1,07%	0,12%	0,52	52%	0,89
[-5;+30]	15,96%	14,81%	11,97%	6,56***	84%***	9,54%	9,11%	4,07%	2,34**	72%***	5,70*
[+6;+60]	1,04%	1,03%	-2,14%	0,80	44%	3,51%	3,45%	-1,71%	1,15	45%	-2,42

Tab. 51: DKAR für freiwillige Angebote und Pflichtangebote

Im Zeitfenster [-30;+30] hingegen weisen freiwillige Angebote mit 17,67% eine deutlich höhere abnormale Rendite auf als Pflichtangebote mit 10,61%. Die Ergebnisse sind dabei signifikant verschieden.

In den Perioden [0;+1] und [0;+5] sind die Überrenditen der freiwilligen Angebote ungefähr doppelt so hoch wie die von Pflichtangeboten. Auch diese Ergebnisse sind jeweils signifikant verschieden.

Es zeigt sich also, dass freiwillige Angebote zwar kurzfristig zu höheren Kursreaktionen führen als Pflichtangebote. Langfristig gesehen spielt es allerdings für die Höhe der Kurs-

¹⁰⁴² Vgl. FACCIO/MASULIS(2005), S. 1358.

reaktion keine Rolle, ob es sich um ein freiwilliges Angebot oder um ein Pflichtangebot handelt.

Bei einer weiteren Unterteilung der freiwilligen Angebote und Pflichtangebote in freundliche und feindliche Angebote zeigt sich, dass bei ausschließlicher Betrachtung von freundlichen Angeboten die Differenz zwischen freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten am Ankündigungstag und in den Zeitfenstern $[0;+1]$ und $[0;+5]$ kleiner wird, sich aber an der Rangfolge nichts ändert. Bei ausschließlicher Betrachtung von feindlichen Angeboten dagegen werden die Differenzen in den gleichen Zeitfenstern deutlich größer, was damit in Verbindung steht, dass es bei Pflichtangeboten dort zu negativen abnormalen Renditen kommt.

Werden freiwillige freundliche Angebote mit freiwilligen feindlichen Angeboten verglichen und freundliche Pflichtangebote mit feindlichen Pflichtangeboten, zeigen sich ähnliche Ergebnisse wie bei der generellen Unterteilung aller Angebote in die Kategorien freundlich und feindlich.

5.3.9 Anbieter

5.3.9.1 Nationalität des Anbieters

Um den Einfluss einer grenzüberschreitenden Übernahme mit einer Übernahme ohne ausländische Beteiligung zu vergleichen, werden die Übernahmeangebote – wie schon bei der Untersuchung der Übernahmeprämien – im Hinblick auf die Nationalität des Anbieters unterteilt. Dabei werden die Angebote, die entweder von einem Schweizer Anbieter, von einem internationalen Anbieter oder von einem deutschen Anbieter unterbreitet werden, miteinander verglichen. Die Gruppe der internationalen Anbieter enthält dabei nicht die Angebote, die von einem deutschen Anbieter gemacht werden.

Wird der gesamte Untersuchungszeitraum betrachtet, so sind die Kursreaktionen bei Angeboten, die von internationalen Anbietern unterbreitet werden, deutlich größer als die bei Schweizer oder deutschen Anbietern. Die Ergebnisse in diesem Zeitfenster sind zwischen Schweizer und internationalen Anbietern sowie zwischen deutschen und internationalen Anbietern auf dem 1%-Niveau signifikant verschieden. Die Ergebnisse der Schweizer

Anbieter und diejenigen der deutschen Anbieter sind in keiner der betrachteten Perioden signifikant verschieden.

	Schweizer Anbieter N=57				Internationaler Anbieter N=31				Deutscher Anbieter N=16			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	11,35%	10,75%***	8,27%	67%***	34,81%	29,87%***	27,43%	90%***	13,27%	12,46%*	10,96%	88%**
[-60;0]	11,88%	11,23%***	8,08%	74%***	23,07%	20,76%***	20,12%	94%***	9,25%	8,85%	9,75%	81%**
[-30;+30]	9,36%	8,95%***	5,58%	68%***	27,69%	24,44%***	19,85%	87%***	16,53%	15,30%**	15,50%	69%**
[-20;+20]	10,75%	10,21%***	5,67%	82%***	24,01%	21,52%***	19,14%	87%***	15,30%	14,24%***	14,29%	75%***
[-10;+10]	10,26%	9,77%***	5,75%	74%***	26,54%	23,54%***	18,50%	94%***	13,78%	12,91%**	7,65%	94%***
[-5;+5]	10,00%	9,53%***	6,18%	79%***	24,31%	21,76%***	20,00%	84%***	10,82%	10,27%**	8,98%	81%**
[-5;-1]	3,95%	3,87%**	1,19%	61%***	2,20%	2,18%*	2,65%	74%**	1,94%	1,92%	1,89%	56%
[0;0]	5,79%	5,63%***	1,33%	68%***	17,08%	15,77%***	12,60%	74%***	7,71%	7,43%**	3,19%	75%**
[0;+1]	7,15%	6,91%***	3,71%	72%***	18,68%	17,13%***	12,24%	90%***	7,56%	7,29%**	4,88%	69%*
[0;+5]	5,83%	5,67%***	3,34%	63%**	21,63%	19,58%***	16,34%	84%***	8,71%	8,35%***	9,04%	75%**
[+1;+5]	0,04%	0,04%	0,41%	56%	3,88%	3,81%**	1,60%	55%	0,92%	0,92%	-0,09%	44%
[-60;-6]	1,76%	1,74%	2,20%	61%	2,84%	2,80%	2,39%	65%	-0,50%	-0,50%	2,91%	69%
[-5;+30]	9,08%	8,69%***	6,17%	77%***	24,57%	21,97%***	17,40%	90%***	13,24%	12,43%***	11,97%	75%***
[+6;+60]	-0,52%	-0,52%	-2,88%	39%	5,45%	5,31%**	0,55%	55%	2,73%	2,69%	-0,68%	44%

Tab. 52: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter

Am Ereignistag selbst ist die hochsignifikante abnormale Rendite der Angebote von internationalen Anbietern mit 17,08% beinahe dreimal so hoch wie bei Angeboten von Schweizer Anbietern und mehr als doppelt so hoch wie bei Angeboten von deutschen Anbietern. Auch für die übrigen Ereignisfenster sind die Kursreaktionen bei Übernahmeangeboten, die von internationalen Anbietern unterbreitet werden – mit wenigen Ausnahmen – deutlich höher als diejenigen, welche von Schweizer oder deutschen Anbietern lanciert werden.

Während die Ergebnisse zwischen Schweizer Anbietern und internationalen Anbietern für die meisten der betrachteten Ereignisperioden zumeist auf dem 1%-Niveau signifikant verschieden sind, gilt dies nicht für den Vergleich der Ergebnisse der internationalen Anbieter und der deutschen Anbieter.

Die Ergebnisse zeigen also, dass bei grenzüberschreitenden Übernahmeangeboten die Kursreaktionen deutlich höher ausfallen als bei Angeboten mit ausschließlich schweizerischer Beteiligung. Sofern der Anbieter allerdings in Deutschland beheimatet ist, zeigen sich keine signifikanten Unterschiede zu den Kurseffekten, die sich bei einem Angebot einstellen, welches von einem Schweizer Anbieter unterbreitet wurde.

	Schweizer Anbieter				Internationaler Anbieter				Deutscher Anbieter			
	freundlich N=47		feindlich N=10		freundlich N=24		feindlich N=7		freundlich N=13		feindlich N=3	
	DKAR delog	DKAR	DKAR delog	DKAR	DKAR delog	DKAR	DKAR delog	DKAR	DKAR delog	DKAR	DKAR delog	DKAR
[-60;+60]	13,51%	12,67%***	1,75%	1,73%	40,61%	34,08%***	13,51%	12,67%***	1,75%	1,73%	40,61%	34,08%***
[-60;0]	13,53%	12,69%***	4,46%	4,36%	28,07%	24,74%***	13,53%	12,69%***	4,46%	4,36%	28,07%	24,74%***
[-30;+30]	10,33%	9,83%***	4,94%	4,82%	30,28%	26,45%***	10,33%	9,83%***	4,94%	4,82%	30,28%	26,45%***
[-20;+20]	12,33%	11,63%***	3,58%	3,52%	27,16%	24,03%***	12,33%	11,63%***	3,58%	3,52%	27,16%	24,03%***
[-10;+10]	11,49%	10,88%***	4,68%	4,57%	30,20%	26,39%***	11,49%	10,88%***	4,68%	4,57%	30,20%	26,39%***
[-5;+5]	11,38%	10,78%***	3,74%	3,67%	26,83%	23,77%***	11,38%	10,78%***	3,74%	3,67%	26,83%	23,77%***
[-5;-1]	5,25%	5,12%**	-1,99%	-2,01%	2,33%	2,30%*	5,25%	5,12%**	-1,99%	-2,01%	2,33%	2,30%*
[0;0]	6,06%	5,88%***	4,52%	4,42%	19,35%	17,69%***	6,06%	5,88%***	4,52%	4,42%	19,35%	17,69%***
[0;+1]	7,54%	7,27%***	5,34%	5,20%	21,41%	19,40%***	7,54%	7,27%***	5,34%	5,20%	21,41%	19,40%***
[0;+5]	5,82%	5,66%**	5,85%	5,69%	23,95%	21,47%***	5,82%	5,66%**	5,85%	5,69%	23,95%	21,47%***
[+1;+5]	-0,22%	-0,22%	1,27%	1,26%	3,85%	3,78%*	-0,22%	-0,22%	1,27%	1,26%	3,85%	3,78%*
[-60;-6]	1,70%	1,69%	1,97%	1,95%	4,86%	4,75%*	1,70%	1,69%	1,97%	1,95%	4,86%	4,75%*
[-5;+30]	9,90%	9,44%***	5,31%	5,17%	26,39%	23,42%***	9,90%	9,44%***	5,31%	5,17%	26,39%	23,42%***
[+6;+60]	0,19%	0,19%	-3,82%	-3,90%	5,72%	5,56%*	0,19%	0,19%	-3,82%	-3,90%	5,72%	5,56%*

Tab. 53: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität und Differenzierung in freundliche und feindliche Angebote

Werden die Angebote zusätzlich in freundliche und feindliche Angebote unterteilt, so steigen bei ausschließlicher Betrachtung von freundlichen Angeboten die Differenzen zwischen Schweizer und internationalen Anbietern sowie zwischen internationalen und deutschen Anbietern nochmals an, wobei sich nichts daran ändert, dass Angebote von internationalen Anbietern deutlich höhere Kursreaktionen verursachen als die der übrigen Anbieter. Bei ausschließlicher Betrachtung von feindlichen Angeboten werden die Unterschiede zwischen Schweizer und internationalen Anbietern tendenziell kleiner, wobei die abnormalen Renditen der Angebote von internationalen Anbietern immer noch über denen der Schweizer Anbieter liegen. Werden dagegen die feindlichen Angebote der deutschen Anbieter mit den feindlichen Angeboten der internationalen Anbieter verglichen, kommt es zu anders gerichteten Ergebnissen. Denn nun erzeugen nicht mehr generell die Angebote internationaler Anbieter die größten Überrenditen, sondern in Abhängigkeit vom betrachteten Zeitfenster sind die abnormalen Renditen der Angebote mit deutscher Beteiligung größer als die mit internationaler Beteiligung. Allerdings wird die Aussagekraft der eben gefundenen Ergebnisse stark durch die geringe Fallzahl eingeschränkt.

Nachdem nun der Einfluss der Nationalität auf die Höhe des Kurseffekts betrachtet wurde, soll im Folgenden untersucht werden, ob die vorherige Beteiligungshöhe des Anbieters an der Zielgesellschaft einen Einfluss auf die Höhe der abnormalen Rendite hat.

5.3.9.2 Stimmrechtsanteil des Anbieters an der Zielgesellschaft

Um den Einfluss des vorherigen Stimmrechtsanteils des Anbieters auf die Kursreaktion zu untersuchen, werden die Angebote dahingehend unterschieden, ob der Anbieter vor Unterbreitung des Angebots bereits mehr als 50% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft besitzt oder bisher noch kein Mehrheitsaktionär ist.

	Stimmrechte größer 50% N=63					Stimmrechte kleiner 50% N=41					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	21,01%	19,07%	14,31%	5,55 ^{***}	78% ^{***}	13,99%	13,09%	12,60%	3,95 ^{***}	76% ^{***}	5,98
[-60;0]	16,87%	15,59%	11,16%	5,60 ^{***}	84% ^{***}	11,40%	10,80%	12,81%	3,53 ^{***}	76% ^{***}	4,79
[-30;+30]	15,67%	14,56%	10,89%	4,98 ^{***}	70% ^{***}	15,63%	14,52%	15,36%	4,70 ^{***}	80% ^{***}	0,04
[-20;+20]	16,32%	15,12%	8,70%	4,92 ^{***}	84% ^{***}	13,64%	12,79%	11,59%	4,41 ^{***}	80% ^{***}	2,33
[-10;+10]	16,29%	15,09%	7,48%	4,50 ^{***}	81% ^{***}	14,13%	13,22%	9,32%	4,48 ^{***}	85% ^{***}	1,87
[-5;+5]	14,63%	13,65%	6,48%	4,98 ^{***}	78% ^{***}	13,58%	12,73%	10,18%	5,16 ^{***}	85% ^{***}	0,92
[-5;-1]	3,62%	3,56%	1,72%	2,22 ^{**}	65% ^{***}	2,32%	2,29%	1,19%	1,99 [*]	63% ^{**}	1,27
[0;0]	9,38%	8,97%	1,82%	4,00 ^{***}	71% ^{***}	9,28%	8,87%	5,22%	4,93 ^{***}	71% ^{***}	0,10
[0;+1]	10,90%	10,35%	4,09%	4,49 ^{***}	71% ^{***}	9,95%	9,49%	7,25%	5,31 ^{***}	85% ^{***}	0,86
[0;+5]	10,62%	10,09%	5,24%	4,03 ^{***}	65% ^{***}	11,00%	10,44%	8,42%	5,23 ^{***}	80% ^{***}	-0,35
[+1;+5]	1,13%	1,12%	-0,38%	0,86	44%	1,59%	1,58%	1,14%	2,15 ^{**}	68% ^{**}	-0,46
[-60;-6]	3,11%	3,06%	2,85%	2,42 ^{**}	67% ^{**}	-0,36%	-0,36%	1,61%	-0,18	59%	3,42[*]
[-5;+30]	13,29%	12,48%	7,25%	4,57 ^{***}	76% ^{***}	15,45%	14,37%	10,84%	5,31 ^{***}	88% ^{***}	-1,89
[+6;+60]	2,39%	2,36%	-1,86%	1,29	43%	0,71%	0,71%	-2,87%	0,47	46%	1,65

Tab 54: DKAR für Stimmrechte größer und kleiner 50%

Wie in Tabelle 54 zu erkennen ist, sind die abnormalen Renditen der Angebote, die von einem Mehrheitsaktionär unterbreitet werden, im Gesamtuntersuchungszeitraum [-60;+60] zwar deutlich höher als die Überrenditen der übrigen Angebote. In den meisten der betrachteten Ereignisperioden - vor allem am Ankündigungstag – gibt es keine großen Unterschiede zwischen diesen beiden Angebotsgruppen. Zudem sind die Ergebnisse der beiden Angebotsgruppen mit einer Ausnahme nicht signifikant verschieden. Die Ausnahme zeigt sich in Periode [-60;-6], in der die abnormale Rendite bei Angeboten eines Mehrheitsaktionärs mit 3,11% signifikant größer ist als die Überrendite der übrigen Angebote, die bei -0,36% liegt. Dies zeigt, dass der Markt im Vorfeld eines Übernahmeangebots bereits dieses erwartet, sofern die Zielgesellschaft von einem Mehrheitsaktionär dominiert wird.

Für die weitere Differenzierung erfolgt eine Einteilung in verschiedene Stimmrechtsgruppen. Zur Gruppierung dienen die aktienrechtlich fixierten Grenzwerte von 10%, 33,33%, 50%,

66,67% und 90%, auf die bereits bei der Untersuchung der Übernahmeprämien eingegangen wurde.¹⁰⁴³

	<10% N=15		10%<X<33,33% N=19		33,33%<X<50% N=7		50%<X<66,67% N=19		66,67%<X<90% N=30		>90% N=14	
	DKAR	Anteil positiv	DKAR	Anteil positiv	DKAR	Anteil positiv	DKAR	Anteil positiv	DKAR	Anteil positiv	DKAR	Anteil positiv
[-60;+60]	13,24%**	80%***	10,03%*	63%*	21,04%	100%**	19,17%***	84%***	16,72%***	70%***	23,97%***	86%***
[-60;0]	11,98%***	80%***	8,50%	68%*	14,50%	86%	18,19%***	95%***	10,75%***	73%***	22,46%**	93%***
[-30;+30]	18,90%***	87%***	10,58%**	74%**	15,80%	86%	14,46%***	74%***	11,10%**	63%**	22,13%***	79%***
[-20;+20]	19,12%***	93%***	7,86%*	79%**	12,65%	57%	13,24%***	79%***	13,56%***	90%***	20,99%*	79%**
[-10;+10]	19,69%***	100%***	7,74%*	68%*	14,25%	100%**	14,95%***	84%***	12,36%***	80%***	21,15%*	79%**
[-5;+5]	18,08%***	93%***	7,56%**	74%**	15,32%	100%**	10,52%***	89%***	15,17%***	77%***	14,66%**	64%**
[-5;-1]	2,41%	60%	-0,11%	58%	8,56%**	86%**	2,86%*	68%*	2,11%*	70%***	7,64%	50%
[0;0]	12,82%***	87%***	6,53%**	68%**	6,72%*	43%	8,78%**	74%**	9,67%**	70%***	7,72%	71%
[0;+1]	12,78%***	93%***	7,54%***	84%***	7,76%	71%	8,33%**	68%***	12,57%***	73%***	8,33%*	71%
[0;+5]	15,67%***	93%***	7,67%***	79%***	6,77%	57%	7,65%**	63%**	13,06%***	70%***	7,02%	57%
[+1;+5]	2,85%*	80%*	1,14%	68%	0,05%	43%	-1,12%	32%	3,39%	53%	-0,70%	43%
[-60;-6]	-3,25%***	47%	2,07%	68%	-0,78%	57%	6,55%***	79%***	-1,03%	50%	7,10%***	86%***
[-5;+30]	19,43%***	93%***	9,29%**	79%**	17,28%	100%**	10,46%***	74%**	12,58%**	73%***	15,00%**	86%***
[+6;+60]	-1,59%	40%	0,40%	42%	6,50%	71%	2,11%	37%	2,58%	43%	2,22%	50%

Tab. 55: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechten der Anbieter

In Tabelle 55 sind für die unterschiedlichen Stimmrechtsgruppen die abnormalen Renditen sowie der Prozentsatz an Fällen angegeben, bei denen sich positive abnormale Renditen im jeweiligen Ereignisfenster einstellen. Die delogarithmierten Renditen können im Anhang ab Seite 415 nachgeschlagen werden.

Im Folgenden werden die Überrenditen der einzelnen Stimmrechtsgruppen zunächst auf mittel- bis langfristige Sicht und im Anschluss daran auf kurzfristige Sicht hin miteinander verglichen.

Wie in Abbildung 27 ersichtlich, sticht bei Betrachtung der lang- und mittelfristigen abnormalen Renditen– wie schon bei der Untersuchung der Übernahmeprämien – die Gruppe der Angebote hervor, bei denen der Anbieter über mehr als 90% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügt. Dieses Ergebnis steht im Gegensatz zu FRANKS/HARRIS(1989), die in ihrer Untersuchung zeigen, dass die Gewinne für die Aktionäre der Zielgesellschaft höher sind, wenn der vorherige Anteilsbesitz des Anbieters unter 30% liegt. Betrachtet man die Aktionäre des Anbieters, so erzielen diese einen erheblich höheren Gewinn, wenn der vorherige Anteilsbesitz über 30% liegt.¹⁰⁴⁴

¹⁰⁴³ Vgl. dazu Kapitel 4.3.7.2..

¹⁰⁴⁴ Vgl. FRANKS/HARRIS(1989), S. 242.

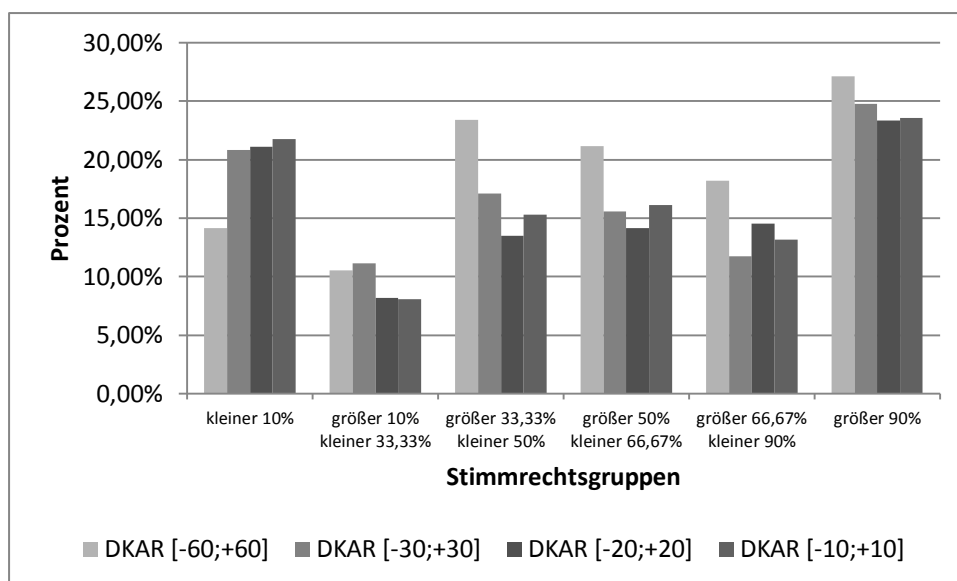


Abb. 27.: Lang- und mittelfristige DKAR der einzelnen Stimmrechtsgruppen

Im Zeitfenster [-60;+60] sind die Ergebnisse der Stimmrechtsgruppe, bei denen der Anbieter mehr als 90% an der Zielgesellschaft besitzt, nur von den beiden Gruppen von Angeboten signifikant verschieden, bei denen der Anbieter entweder weniger als 10% der Stimmrechte oder einen Stimmrechtsanteil zwischen 10% und 33,33% hat. Dies spricht dafür, dass die Kursreaktionen größer sind, wenn der Anbieter vor Abgabe eines Übernahmeangebots über mehr als 33% an der Zielgesellschaft besitzt. Für das Zeitfenster [-30;+30] gibt es signifikante Unterschiede nur zwischen der Gruppe der Angebote mit einem Stimmrechtsanteil zwischen 10% und 33,33% und einem, der über 90% liegt, und zwischen der letztgenannten Gruppe und derjenigen mit einem Anteil zwischen 66,66% und 90%. Für die beiden anderen in Abbildung 27 betrachteten Zeitfenster gibt es nur zwischen den ersten beiden Stimmrechtsgruppen signifikante Unterschiede.

Bei Betrachtung der kurzfristigen abnormalen Renditen zeigt sich im Vergleich zu den mittel- und langfristigen Überrenditen ein komplett anders gerichtetes Bild. Hier stehen besonders die Angebote heraus, bei denen der Anbieter vor der Lancierung des Angebots über weniger als 10% der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt. Dies deutet darauf hin, dass der Markt bei dieser Gruppe von Angeboten die Wahrscheinlichkeit eines Angebots als geringer eingeschätzt hat, weshalb diese am Ankündigungstag und in den Perioden [0;+1] und [0;+5] jeweils größere Überrenditen aufweisen als die übrigen Stimmrechtsgruppen.

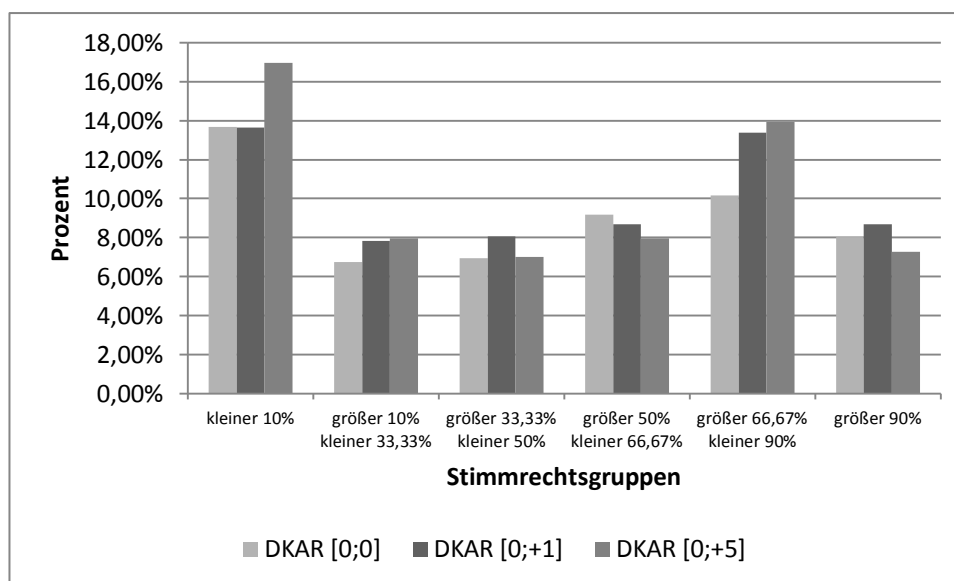


Abb. 28: Kurzfristige DKAR der einzelnen Stimmrechtsgruppen

Nachdem nun festgestellt werden konnte, dass zwar auf kurze Sicht gesehen die Übernahmeangebote die größten Überrenditen erzielen, bei denen der Anbieter weniger als 10% an der Gesellschaft besitzt, hat sich bei Betrachtung der langfristigen abnormalen Renditen gezeigt, dass diese besonders hoch sind, wenn der Anbieter bereits vor dem Übernahmeangebot mit einem entsprechend hohen Stimmrechtsanteil an der Zielgesellschaft ausgestattet ist.

Im Anschluss daran interessiert nun, ob es eine Auswirkung auf die Höhe der Kursreaktion gibt, wenn der Anbieter bereits seit längerer Zeit, d.h. also seit länger als einem Jahr Aktionär der Zielgesellschaft ist oder dies nicht ist.¹⁰⁴⁵ Bei Betrachtung des gesamten Ereignisfensters [60;+60] zeigen sich keine großen Unterschiede zwischen den beiden Gruppen. Angebote von Anbietern, die länger als 1 Jahr an der Zielgesellschaft beteiligt sind, erzielen im Durchschnitt in diesem Zeitfenster eine abnormale Rendite von 19,20%, während die Überrendite der Angebote von Anbietern, die seit weniger als einem Jahr Aktionäre der Zielgesellschaft sind, bei 17,36% liegt.¹⁰⁴⁶ Kurzfristig gesehen sind die Unterschiede deutlicher und auch signifikant. Am Ankündigungstag selbst beträgt die Überrendite der Angebote von „Altaktionären“ 12,04%, wohingegen sich bei der zweiten betrachteten Gruppe an diesem Tag

¹⁰⁴⁵ Wie schon bei der Untersuchung der Übernahmeprämien erläutert, wurden sowohl die Angebotsprospekte als auch die Aktienführer der einzelnen Jahre herangezogen, um herauszufinden, ob ein Anbieter bereits seit mehr oder weniger als einem Jahr beteiligt ist.

¹⁰⁴⁶ Die Gruppe der Angebote von Aktionären, die seit weniger als einem Jahr an der Zielgesellschaft beteiligt sind, beinhaltet auch die drei Angebote, die von Anbietern unterbreitet werden, die bisher noch nicht an der Zielgesellschaft beteiligt sind.

eine abnormale Rendite von 7,15% zeigt. Es spielt also nur kurzfristig gesehen eine Rolle, ob der Anbieter bereits seit längerer Zeit Aktionär der Zielgesellschaft ist oder nicht.

Im Anschluss daran erfolgt die weitere Differenzierung der Stimmrechtsgruppen im Hinblick auf die Nationalität des Anbieters. Der Vergleich der Nationalitäten hat bisher gezeigt, dass es keine signifikanten Unterschiede zwischen Schweizer und deutschen Anbietern gibt, sondern nur zwischen Schweizer und internationalen Anbietern sowie zwischen deutschen und internationalen Anbietern. Bei Betrachtung aller Angebote sind die Überrenditen bei Angeboten von internationalen Anbietern am größten. Erfolgt eine entsprechende Differenzierung der einzelnen Stimmrechtsgruppen, so zeigt sich, dass nicht in jedem Fall ein grenzüberschreitendes Angebot eines internationalen Anbieters zu den im Vergleich größten Überrenditen führt. Tendenziell sind aber auch hier die abnormalen Renditen der Angebote eines internationalen Anbieters größer als Angebote von Schweizer oder deutschen Anbietern. Im Zeitfenster [-60;+60] sowie am Ankündigungstag selbst sind die Überrenditen bei Angeboten von Schweizer Anbietern nur für die Stimmrechtsgruppe von 33,33% bis 50% größer als die der Angebote von internationalen Investoren. Beim Vergleich zwischen deutschen und internationalen Anbietern sind die Überrenditen der Angebote von letztgenannten am Ankündigungstag in jedem Fall, d.h. unabhängig von der betrachteten Stimmrechtsgruppe größer. Im Zeitfenster [-60;+60] allerdings erzielen die Angebote von deutschen Anbietern bei Betrachtung der Stimmrechtsgruppen, die entweder weniger als 10% oder zwischen 33,33% und 50% an der Zielgesellschaft besitzen, höhere Überrenditen als die Angebote von internationalen Anbietern. Zu bedenken ist hierbei allerdings wieder die jeweils geringe Fallzahl, die sich negativ auf die Aussagekraft auswirkt.

5.3.9.3 Strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften

Nachdem der Einfluss des Stimmrechtsanteils auf die Höhe des Kurseffekts betrachtet wurde, erfolgt nun die Differenzierung der Angebote nach der Art der Investoren. Dazu wird zwischen strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften unterschieden.¹⁰⁴⁷

¹⁰⁴⁷ Die Kriterien zur Abgrenzung der Gruppen wurden bereits im vorangegangenen Kapitel besprochen. Siehe dazu Kapitel 4.3.7.3.

	strategischer Investor N=66				Finanzinvestor N=13				Investmentgesellschaft N=25			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	25,61%	22,80%***	21,70%	86%***	13,77%	12,90%**	10,80%	77%***	2,89%	2,85%	5,33%	52%
[-60;0]	20,45%	18,61%***	17,76%	86%***	6,98%	6,75%**	5,73%	77%**	4,52%	4,42%	5,48%	68%
[-30;+30]	21,22%	19,24%***	17,32%	82%***	11,05%	10,48%**	6,83%	69%**	4,60%	4,50%	1,89%	56%
[-20;+20]	18,44%	16,92%***	14,51%	85%***	10,77%	10,23%***	5,67%	85%***	9,92%	9,46%	3,93%	76%**
[-10;+10]	19,20%	17,56%***	14,47%	88%***	13,37%	12,55%***	7,72%	85%***	7,73%	7,45%	5,03%	68%**
[-5;+5]	17,03%	15,73%***	12,03%	79%***	16,52%	15,29%***	10,18%	92%***	6,42%	6,22%	5,18%	80%***
[-5;-1]	2,97%	2,93%***	2,55%	71%***	2,05%	2,03%	1,58%	54%	4,28%	4,19%	0,57%	52%
[0;0]	12,12%	11,44%***	8,11%	73%***	8,69%	8,33%**	4,80%	69%**	2,64%	2,61%*	1,33%	68%**
[0;+1]	13,03%	12,25%***	8,17%	76%***	12,59%	11,86%***	7,52%	85%***	3,23%	3,18%**	1,98%	76%***
[0;+5]	13,66%	12,80%***	8,64%	73%***	14,18%	13,26%***	6,73%	69%**	2,05%	2,03%*	2,53%	68%**
[+1;+5]	1,37%	1,36%	-0,21%	47%	5,05%	4,93%	1,10%	69%	-0,63%	-0,63%	1,49%	64%
[-60;-6]	4,33%	4,24%***	5,56%	70%***	-3,54%	-3,60%	0,06%	54%	-2,40%	-2,43%	-0,05%	52%
[-5;+30]	17,67%	16,27%***	14,92%	86%***	16,11%	14,94%***	10,84%	85%***	4,67%	4,56%	2,75%	64%***
[+6;+60]	2,87%	2,83%*	0,14%	50%	1,23%	1,22%	-2,88%	38%	-0,95%	-0,95%	-3,60%	32%

Tab. 56: DKAR bei der Unterscheidung der verschiedenen Investoren

Diejenigen Angebote, welche von strategischen Investoren unterbreitet werden, weisen für die meisten der untersuchten Ereignisfenster deutlich höhere abnormale Renditen auf als die Angebote der übrigen Investoren. Für den gesamten Untersuchungszeitraum [-60;+60] sind die Unterschiede zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren sowie zwischen strategischen Investoren und Investmentgesellschaften signifikant. Auch am Ankündigungstag sind die Überrenditen, die sich bei Angeboten von strategischen Investoren zeigen, höher als die der beiden anderen Gruppen. Allerdings sind die Unterschiede nur zwischen strategischen Investoren und Investmentgesellschaften signifikant verschieden.

Keine signifikanten Unterschiede existieren langfristig, also in der Periode [-60;+60], zwischen Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften. Die Unterschiede zwischen den beiden letztgenannten Gruppen sind nur bei kurzfristiger Betrachtung, also für den Ankündigungstag sowie für die Zeitfenster [0;+1] und [0;+5], signifikant. Kurzfristig sind die abnormalen Renditen der Angebote, die von Finanzinvestoren unterbreitet werden, höher als diejenigen, bei denen eine Investmentgesellschaft für eine andere Investmentgesellschaft bietet.

Insgesamt zeigt sich also, dass es sich auf die Höhe der Kursreaktion auswirkt, von welchem Investor ein Angebot unterbreitet wird. Die Angebote von strategischen Investoren erzeugen dabei die höchsten abnormalen Renditen.

Werden strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften hinsichtlich ihrer Nationalität unterschieden, so sind in der Periode [-60;+60] die Überrenditen der Angebote, die von internationalen Anbietern unterbreitet werden, größer als die von Schweizer oder deutschen Anbietern, sofern strategische Investoren oder Investment-

gesellschaften betrachtet werden. Bei Finanzinvestoren sind die Kursreaktionen bei Schweizer und deutschen Anbietern deutlich größer als bei internationalen Anbietern. Am Ankündigungstag selbst sind die abnormalen Renditen für Investmentgesellschaften bei internationalen Anbietern kleiner als bei den beiden anderen Anbietergruppen. Bei strategischen Investoren und auch bei Finanzinvestoren zeigt sich wieder das bekannte Bild. Hier erzielen erneut die Angebote von internationalen Anbietern die größten Überrenditen. Allerdings ist im Hinblick auf die Aussagekraft zu berücksichtigen, dass es jeweils nur zwei Angebote gibt, bei denen der Anbieter entweder ein internationaler Finanzinvestor oder ein deutscher Finanzinvestor ist. Eine ähnlich geringe Fallzahl erbringt auch die Unterteilung der Gruppe der Investmentgesellschaften mit sich.

Im Anschluss daran sollen die verschiedenen Investoren noch anhand ihrer Stimmrechte in Gruppen eingeteilt werden. Doch auch hier erschwert die geringe Fallzahl die Auswertung. Dennoch zeigt sich von der Tendenz her, dass - sofern Ausreißer ausgeschlossen werden - die Angebote von strategischen Investoren unabhängig von der betrachteten Stimmrechtsgruppe die größten Überrenditen erzielen. Beim Vergleich zwischen Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften zeigt sich ein eher uneinheitliches Bild, wenn auf den Ankündigungstag und die Perioden $[0;+1]$ sowie $[0;+5]$ abgestellt wird.¹⁰⁴⁸ Während die abnormalen Renditen bei Angeboten von Finanzinvestoren in den Fällen, in denen der vorherige Stimmrechtsanteil des Anbieters an der Zielgesellschaft weniger als 33,33% beträgt, höher ist als diejenige, die sich bei Angeboten von Investmentgesellschaften zeigt, kehrt sich dies tendenziell bei den Gruppen mit größerem Stimmrechtsanteil um.

5.3.10 Bedingungen

Wie sich bei der Differenzierung nach der Art des Angebotspreises gezeigt hat, spielt es für die Höhe der Überrenditen eine Rolle, ob das Angebot mit Unsicherheiten behaftet ist. Neben der Unsicherheit über die Kursentwicklung der zum Tausch angebotenen Titel kann weitere Unsicherheit dadurch entstehen, dass der Erfolg eines Übernahmeangebots von bestimmten Bedingungen abhängig gemacht wird. Dann wäre zu erwarten, dass sich bei bedingten Angeboten zumindest am Ankündigungstag und in den kurz darauffolgenden Tagen

¹⁰⁴⁸ An diesem Zeitpunkt bzw. in diesen Perioden sind die Unterschiede zwischen Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften signifikant.

niedrigere Überrenditen zeigen als bei bedingungslosen Angeboten, von denen der Markt bereits am Ankündigungstag weiß, dass sie vollzogen werden.

	bedingtes Angebot N=64					bedingungsloses Angebot N=40					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	20,05%	18,27%	15,18%	5,99***	80%***	15,28%	14,22%	11,25%	3,41***	73%***	4,05
[-60;0]	15,77%	14,64%	14,23%	5,49***	78%***	12,98%	12,20%	8,31%	3,66***	85%***	2,44
[-30;+30]	19,38%	17,71%	16,23%	6,47***	78%***	9,95%	9,49%	5,81%	2,86***	68%***	8,22**
[-20;+20]	17,47%	16,10%	13,22%	6,38***	84%***	11,82%	11,17%	5,71%	2,81***	80%***	4,93
[-10;+10]	18,29%	16,80%	9,88%	6,11***	89%***	11,02%	10,45%	6,05%	2,52**	73%***	6,35*
[-5;+5]	17,22%	15,89%	11,46%	6,18***	81%***	9,57%	9,14%	5,22%	3,35***	80%***	6,75**
[-5;-1]	2,77%	2,73%	1,84%	2,90***	64%***	3,67%	3,60%	1,32%	1,53	65%**	-0,87
[0;0]	12,08%	11,40%	6,70%	5,08***	73%***	5,09%	4,96%	1,25%	3,28***	68%***	6,44***
[0;+1]	13,84%	12,96%	8,06%	5,75***	81%***	5,43%	5,29%	1,84%	3,30***	70%***	7,67***
[0;+5]	14,07%	13,16%	7,84%	5,48***	73%***	5,70%	5,54%	3,85%	2,75***	68%***	7,62***
[+1;+5]	1,77%	1,75%	0,57%	1,96*	55%	0,58%	0,58%	0,24%	0,35	53%	1,17
[-60;-6]	0,51%	0,51%	2,32%	0,33	61%	3,71%	3,64%	2,27%	2,37**	68%**	-3,13*
[-5;+30]	18,53%	17,00%	14,62%	6,31***	83%***	7,44%	7,18%	4,12%	2,89***	78%***	9,82***
[+6;+60]	1,89%	1,87%	-1,62%	1,29	48%	1,45%	1,44%	-2,17%	0,63	38%	0,43

Tab. 57: DKAR bei bedingten und bedingungslosen Angeboten

Doch der Blick in Tabelle 57 zeigt ein gegenteiliges Bild. Nicht nur am Ankündigungstag, sondern in allen betrachteten Ereignisfenstern – mit Ausnahme der Vorankündigungsperiode [-5;-1] – weisen bedingte Angebote eine zum Teil mehr als doppelt so hohe abnormale Rendite auf wie bedingungslose Angebote. Gerade die Unterschiede am Ankündigungstag sowie in den Perioden [0;+1] und [0;+5] sind hochsignifikant verschieden. Dies zeigt, dass der Markt dem Unsicherheitsfaktor im Bezug auf die Bedingungen keinen Wert beimisst. Dass es bei bedingten Angeboten zu solch deutlich höheren Überrenditen kommt, kann auch damit zusammenhängen, dass bei bedingten Angeboten eine in den meisten Fällen signifikant höhere Übernahmeprämie geboten wird als bei bedingungslosen Angeboten.

Die Unterschiede werden in erster Linie, wie schon bei Betrachtung der Übernahmeprämie, von denjenigen Angeboten verursacht, die eine Minimum Limen-Bedingung, also eine Mindestannahmequote vorsehen. Werden diese Angebote mit den bedingungslosen Angeboten verglichen, steigt die Differenz weiter an. Vergleicht man dagegen die nach Elimination der Angebote mit Minimum Limen verbliebenen bedingten Angebote mit bedingungslosen Angeboten, so werden die Unterschiede nicht nur teilweise kleiner, sondern es kehrt sich auch die Rangfolge um. Das bedeutet, dass sich dann in einigen der betrachteten Zeitfenster bei bedingungslosen Angeboten höhere abnormale Renditen zeigen.

5.3.11 Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere

Wie sich bereits bei der Untersuchung des Erfolgs des Angebots gezeigt hat, weisen erfolgreichere Angebote signifikant höhere abnormale Renditen auf als weniger erfolgreiche Angebote. Aus diesem Grund ist auch zu erwarten, dass sich bei Angeboten, die später zu einer Kraftloserklärung führen, höhere Überrenditen zeigen als bei den Angeboten, bei denen der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach Art. 33 BEHG nicht möglich ist.

	Kraftloserklärung N=54					keine Kraftloserklärung N=50					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	24,04%	21,54%	20,95%	6,51 ^{***}	83% ^{***}	12,18%	11,49%	10,50%	3,23 ^{***}	70% ^{***}	10,05^{**}
[-60;0]	20,30%	18,48%	16,86%	7,35 ^{***}	87% ^{***}	8,92%	8,54%	6,09%	2,65 ^{**}	74% ^{***}	9,94^{***}
[-30;+30]	21,12%	19,16%	17,86%	6,28 ^{***}	85% ^{***}	10,04%	9,57%	6,43%	3,34 ^{***}	62% ^{***}	9,59^{**}
[-20;+20]	18,67%	17,12%	14,68%	6,06 ^{***}	85% ^{***}	11,68%	11,05%	5,25%	3,32 ^{***}	80% ^{***}	6,07[*]
[-10;+10]	19,54%	17,85%	13,41%	6,01 ^{***}	91% ^{***}	11,17%	10,59%	6,43%	2,94 ^{***}	74% ^{***}	7,26[*]
[-5;+5]	19,30%	17,65%	13,38%	6,24 ^{***}	85% ^{***}	8,97%	8,59%	5,65%	3,54 ^{***}	76% ^{***}	9,06^{***}
[-5;-1]	1,96%	1,94%	1,48%	2,85 ^{***}	65% ^{***}	4,37%	4,28%	1,52%	2,04 ^{**}	64% ^{**}	-2,34
[0;0]	14,07%	13,16%	5,08%	5,17 ^{***}	83% ^{***}	4,45%	4,35%	0,46%	3,26 ^{**}	58% ^{**}	8,81^{***}
[0;+1]	15,94%	14,79%	9,22%	5,79 ^{***}	87% ^{***}	4,97%	4,85%	2,95%	3,48 ^{***}	66% ^{***}	9,94^{***}
[0;+5]	17,01%	15,71%	9,31%	5,89 ^{***}	85% ^{***}	4,40%	4,31%	1,63%	2,51 ^{**}	56% ^{**}	11,40^{***}
[+1;+5]	2,58%	2,55%	1,24%	2,11 ^{**}	63% ^{**}	-0,04%	-0,04%	-0,60%	-0,04	44%	2,59[*]
[-60;-6]	3,44%	3,38%	3,17%	2,36 ^{**}	70% ^{**}	-0,09%	-0,09%	1,05%	-0,05	56%	3,47[*]
[-5;+30]	18,51%	16,98%	14,92%	5,52 ^{***}	87% ^{***}	9,59%	9,16%	7,10%	4,05 ^{***}	74% ^{***}	7,82^{**}
[+6;+60]	0,52%	0,52%	-1,39%	0,34	44%	3,04%	2,99%	-2,47%	1,49	44%	-2,47

Tab. 58: Vergleich der DKAR für Angebote, die zu einer Kraftloserklärung führten, mit den übrigen Angeboten

Wie aus Tabelle 58 ersichtlich ist, trifft die eben angestellte Vermutung zu. Angebote, die zu einer Kraftloserklärung führen, haben in den meisten der betrachteten Ereignisfenster eine signifikant höhere abnormale Rendite als die übrigen Angebote. Im Vergleich zu den Unterschieden, die sich bei der Differenzierung im Hinblick auf den Erfolg ergeben haben, sind die Differenzen, die sich im gesamten Untersuchungszeitraum [-60;+60] ergeben, hier sogar noch größer als bei Betrachtung des Erfolgs des Angebots nach Ablauf der Nachfrist. Am Ankündigungstag selbst sind die Unterschiede bei der Differenzierung des Erfolgs am Ende der Nachfrist zwar größer als bei der hier angestellten Untersuchung. Dennoch erzielten Angebote, die zur Kraftloserklärung führen, an diesem Tag eine mehr als dreimal so hohe abnormale Rendite als die übrigen Angebote.

Insgesamt zeigt sich also, dass ein Angebot, auf dessen Ankündigung der Markt mit einer im Vergleich höheren abnormalen Rendite reagiert, erfolgreicher verläuft und eher zu der vom Anbieter - in den meisten Fällen - angestrebten Kraftloserklärung führt.

5.3.12 Erfolgreiche Angebote versus gescheiterte Angebote

Abschließend werden die erfolgreichen Angebote, bei denen es zum Vollzug gekommen ist, mit den gescheiterten Angeboten verglichen. Da allerdings von den hier betrachteten 114 Übernahmeangeboten zwischen 1998 und 2008 nur sechs gescheitert sind, ist die Aussagekraft durch diese geringe Anzahl stark beeinträchtigt.

	erfolgreiche Angebote N=108					gescheiterte Angebote N=6					Differenz in %-Punkten
	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv	DKAR
[-60;+60]	16,21%	15,02%	12,76%	5,87***	73%***	9,20%	8,80%	7,77%	2,30	83%*	6,22*
[-60;0]	13,08%	12,29%	10,70%	5,51***	80%***	5,23%	5,10%	6,60%	1,33	67%	7,19*
[-30;+30]	14,10%	13,19%	10,64%	6,02***	69%***	10,25%	9,76%	14,08%	2,48**	83%	3,43
[-20;+20]	14,05%	13,15%	8,88%	6,01***	79%***	8,52%	8,18%	10,26%	2,88**	83%*	4,97*
[-10;+10]	13,63%	12,78%	7,14%	5,44***	77%***	10,74%	10,20%	10,47%	2,38*	83%	2,58
[-5;+5]	12,61%	11,88%	6,94%	6,22***	78%***	12,91%	12,14%	8,94%	1,97*	83%	-0,26
[-5;-1]	2,86%	2,82%	1,57%	2,65***	64%***	-0,56%	-0,56%	-1,37%	-0,22	33%	3,38*
[0;0]	8,31%	7,98%	2,27%	5,36***	71%***	9,10%	8,71%	7,34%	1,84	67%	-0,73
[0;+1]	9,40%	8,98%	4,11%	5,87***	75%***	9,32%	8,91%	8,02%	1,71	83%	0,07
[0;+5]	9,49%	9,07%	5,51%	5,56***	69%***	13,53%	12,69%	9,20%	1,69	67%	-3,62
[+1;+5]	1,09%	1,08%	0,45%	1,33	53%	4,07%	3,99%	1,86%	1,33	67%	-2,91
[-60;-6]	1,49%	1,48%	2,36%	1,29	63%**	-3,00%	-3,05%	-0,66%	-0,59	50%	4,53
[-5;+30]	12,22%	11,53%	7,30%	5,82***	76%***	15,15%	14,11%	14,85%	2,01*	83%	-2,58
[+6;+60]	1,66%	1,65%	-2,00%	1,32	44%	-0,29%	-0,29%	0,69%	-0,08	50%	1,94

Tab. 59: DKAR für erfolgreiche und gescheiterte Angebote

Auf kurze Frist gesehen, gibt es keine signifikanten Unterschiede zwischen erfolgreichen und gescheiterten Angeboten. Dies ist auch beispielsweise für den Ankündigungstag und die Perioden [0;+1] und [0;+5] nicht zu erwarten, da zu diesem Zeitpunkt bzw. in diesen Zeitfenstern der Markt über das zukünftige Scheitern des Angebots noch nicht informiert war. Denn von den gescheiterten Angeboten wurden zwei erst während der Angebotsfrist widerrufen und vier nach Ablauf der Angebotsfrist als gescheitert erklärt. Das bedeutet also, dass der Markt den Erfolg eines Angebots nicht schon am Ankündigungstag antizipiert. Für den gesamten Untersuchungszeitraum [-60;+60], in dem der Markt die Möglichkeit hat, das Scheitern im Kurs zu verarbeiten, stellen sich bei gescheiterten Angeboten signifikant

niedrigere abnormale Renditen im Vergleich zu erfolgreichen Angeboten ein. Ob die negative abnormale Rendite von -0,29% im Zeitfenster [+6;+60] bei gescheiterten Angeboten bereits als Indiz dafür angesehen werden kann, dass sich eine gescheiterte Übernahme negativ auf die langfristige Kursentwicklung der Zielgesellschaft auswirkt, soll im Folgenden untersucht werden.

N=6	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[0;+375]	5,24%	5,11%	12,23%	0,31	67%
[0;+250]	11,56%	10,94%	25,74%	0,71	83%
[0;+125]	6,39%	6,19%	12,86%	0,44	67%
[+126;+250]	4,86%	4,75%	-7,14%	0,59	33%
[+126;+375]	-1,08%	-1,09%	3,34%	-0,13	50%
[+250;+375]	-5,47%	-5,63%	-5,45%	-0,65	50%

Tab. 60: Langfristige DKAR bei gescheiterten Angeboten

Tabelle 60 zeigt, dass gescheiterte Angebote vom Ankündigungstag ausgehend bis einschließlich 250 Börsentage nach dem Ankündigungstag eine abnormale Rendite von 11,56% erzielen. Allerdings entstammt der Großteil dieser Überrendite aus dem Zeitfenster [0;+125]. Wird das Zeitfenster ausgeweitet auf [0;+375], beträgt die abnormale Rendite nur noch 5,24%.

In der Periode [+126;+250] zeigt der Median in Höhe von -7,14% bei einem Mittelwert von 4,86%, dass es sich bei der Stichprobe um eine stark rechtsschiefe Verteilung handelt. Zudem weisen gerade mal 33% der betrachteten Angebote in diesem Zeitraum eine positive Überrendite auf. Wird diese Periode um weitere 125 Tage ausgeweitet, zeigt sich eine negative abnormale Rendite in Höhe von -1,08%, die durch die negative abnormale Rendite in Höhe von -5,47% im Zeitfenster [+250;+375] verursacht wird. Allerdings zeigen sich nur bei drei von den sechs betrachteten Fällen in diesem Zeitfenster negative Überrenditen. Hinsichtlich der Aussagekraft ist aber zu bedenken, dass in einem derart weit nach dem Übernahmeangebot liegenden Zeitfenster der Kurs durch einige nicht mit dem gescheiterten Übernahmeangebot in Verbindung stehender Tatsache beeinflusst sein könnte. Zum anderen leidet die Aussagekraft auch wegen der geringen Fallzahl.

Auch DODD/RUBACK(1977) stellen fest, dass sich bei gescheiterten Übernahmeangeboten immer noch eine positive abnormale Rendite einstellt, selbst wenn ein längerfristiger Zeitraum betrachtet wird. Die Autoren erklären dieses Ergebnis mit der „internal efficiency hypothesis“, welche besagt, dass durch das Angebot Wege zur Korrektur der internen Prozesse aufgedeckt werden, die dann vom bestehenden Management umgesetzt werden

können.¹⁰⁴⁹ Lediglich auf Seiten des Anbieters zeigen sich die negativen Auswirkungen in Form geringerer Überrenditen.

BRADLEY/DESAI/KIM (1983) kommen zu einem ähnlichen Ergebnis. Auch sie können feststellen, dass sich nach einem gescheiterten Übernahmeangebot auf Seiten der Zielgesellschaft positive abnormale Renditen einstellen. Dies beruht laut den Autoren auf der Tatsache, dass ein Übernahmeangebot neue Informationen zum Wert der Gesellschaft und auch neue Informationen für das bestehende Management zur Verbesserung bestehender Prozesse liefert.¹⁰⁵⁰ Allerdings verschwindet dieser positive Bewertungseffekt, falls die Zielgesellschaft nicht binnen zwei Jahren erfolgreich übernommen wird.¹⁰⁵¹

Auch DAVIDSON/ROSENSTEIN/SUNDARAM(2002) können im Zeitfenster von 90 Tagen um den Tag des Scheiterns herum positive hochsignifikante Überrenditen identifizieren. Die Autoren stellen zwar fest, dass die Zielgesellschaft insgesamt nach der Absage des Übernahmeangebots leicht an Wert verliert, was aber durch den Ankündigungseffekt des Übernahmeangebots überkompensiert wird.¹⁰⁵² Deutlich größer sind die abnormalen Renditen auch hier wieder für die Gesellschaften, die zu einem späteren Zeitpunkt erfolgreich übernommen werden.

Aufgrund der geringen Fallzahl kann für den Schweizer Kapitalmarkt kein allgemeingültiger Trend abgeleitet werden. Dass es auf den Einzelfall ankommt, zeigen auch die durchaus unterschiedlichen Reaktionen auf den Widerruf eines Angebots. Das erste der beiden widerrufenen Angebote ist das für die Sulzer AG im Jahr 2001. Am Tag des Widerrufs weist diese Gesellschaft eine abnormale Rendite von 2,8% auf, und im Zeitfenster [-1;+1] – bezogen auf den Tag des Widerrufs – sammeln sich sogar 9,21% an. Beim zweiten widerrufenen Angebot, welches für die Altin AG ebenfalls im Jahr 2001 unterbreitet wurde, zeigt sich am Tag des Widerrufs eine abnormale Rendite von -3,10% und im Zeitfenster [-1;+1] um diesen Tag herum -5,71%. Dies zeigt, wie unterschiedlich der Kapitalmarkt das Scheitern eines Angebots bewertet. Nicht nur am Tag des Widerrufs und um ihn herum sind die Ergebnisse dieser beiden Angebote verschieden, sondern auch in der Betrachtung der langfristigen Kursentwicklung nach der Ankündigung eines Übernahmeangebots. Denn im Zeitfenster [0;+375] beträgt die abnormale Rendite beim Angebot für die Altin AG 52,77%, bei dem für die Sulzer AG -63,30%.

¹⁰⁴⁹ Vgl. DODD/RUBACK(1977), S. 370.

¹⁰⁵⁰ Vgl. BRADLEY/DESAI/KIM(1983), S. 184.

¹⁰⁵¹ Vgl. BRADLEY/DESAI/KIM(1983), S. 197.

¹⁰⁵² Vgl. DAVIDSON/ROSENSTEIN/SUNDARAM(2002), S. 487ff.

Bei den für gescheitert erklärten Angeboten wird als Tag des Scheiterns der Tag der Veröffentlichung des Zwischenergebnisses bestimmt. Von den vier Angeboten weisen drei davon negative abnormale Renditen zwischen -0,72% und -3,02% auf. Bei dem Angebot mit positiver abnormaler Rendite beträgt die Überrendite an diesem Tag 5,57%.

Insgesamt zeigt sich, dass bei vier von den sechs betrachteten Gesellschaften die langfristige abnormale Rendite im Zeitfenster $[0;+375]$ positiv ist, obwohl sich am Tag des Scheiterns bei vier Gesellschaften eine negative Überrendite einstellt. Dies bedeutet, dass es für die Gesellschaft nicht zwangsläufig zu einem langfristigen Wertverlust kommt, wenn der Markt kurzfristig negativ auf das Scheitern eines Übernahmeangebots reagiert.

6 Schlussbetrachtung und Ausblick

Im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung steht die Frage, ob das Börsengesetz sowie die damit in Verbindung stehenden Verordnungen den Minderheitenschutz im Zuge eines öffentlichen Übernahmeangebots gewährleisten; denn dies war die Intention des Gesetzgebers bei der Ausarbeitung der einzelnen Regelwerke.¹⁰⁵³ Es ist also der Frage nachzugehen, ob die Minderheitsaktionäre für die freiwillige oder erzwungene Aufgabe ihrer Aktionärsstellung angemessen entschädigt werden.

Zur Beantwortung dieser Frage wird zunächst der gesetzliche Regelungskomplex der öffentlichen Übernahmeangebote dargestellt. Dabei wird ausführlich auf die einzelnen Übernahmeschritte eingegangen, beginnend mit einer Due Diligence über die Veröffentlichung der Voranmeldung, des Angebotsprospekts sowie des Zwischen- und Endergebnisses bis hin zum Vollzug. Am Beispiel der zwischen 1998 und 2008 lancierten 124 öffentlichen Übernahmeangebote wird jeweils auf die verschiedenen transaktions-spezifischen Merkmale eingegangen.

Im Zentrum für die Aktionäre der Zielgesellschaft steht der offerierte Angebotspreis. Von den 124 untersuchten Übernahmeangeboten sind nur 73 Angebote an den Mindestpreis gebunden.¹⁰⁵⁴ Von den verbleibenden 51 Angeboten kann für 39 Angebote der Mindestpreis (Börsenkurs) bestimmt werden. Von diesen Anbietern hielten sich drei nicht an die Mindestpreisregel, wobei eines dieser Angebote in einer Kraftloserklärung, also dem Ausschluss der verbliebenen Aktionäre, mündete. Wird der Vollzugspreis, also der am Vollzugsdatum ausbezahlte Preis, mit dem Mindestpreis (Börsenkurs) verglichen, so liegt dieser bei fünf Angeboten unter dem Mindestpreis. Zwei dieser Angebote führten zu einer Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere.¹⁰⁵⁵ Bezogen auf den Vorerwerb zeigen sich bei ungefähr einem Drittel der Angebote positive Kontrollprämien, an denen die übrigen Aktionäre nicht teilhaben dürfen. Allerdings zahlte nur einer der Anbieter mit 49 Prozent eine Kontrollprämie, die über der beim Mindestpreis vorgeschriebenen Schwelle von 25 Prozent

¹⁰⁵³ Art. 1 UEV: „Diese Verordnung regelt, wie die Lauterkeit und die Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger sichergestellt werden.“

¹⁰⁵⁴ Die Bestimmungen zum Mindestpreis sehen vor, dass der Angebotspreis nicht unter dem VWAP der letzten 60 Börsentage vor der Veröffentlichung des Angebots und nicht unter 75% des vom Anbieter in den letzten 12 Monaten höchsten bezahlten Preises liegen darf.

¹⁰⁵⁵ Nach Praxis der UEK ist allerdings bei der Beurteilung der Einhaltung der Mindestpreisvorschriften der tatsächliche Vollzugspreis irrelevant.

liegt. Auch dieser Fall mündete in eine Kraftloserklärung. Dies zeigt den unzureichenden Minderheitenschutz der Schweizer Mindestpreisregeln.

Der offerierte Angebotspreis wird in einigen Fällen anhand einer Fairness Opinion als fair und angemessen ausgewiesen. Im Untersuchungszeitraum von 1998 bis 2008 werden 70 derartige Gutachten veröffentlicht, wobei erst ab dem Jahr 2003 verwertbare Informationen offen gelegt werden müssen. Die für die Bewertung am häufigsten verwendeten Verfahren sind dabei die Bestimmung der trading multiples sowie die DCF-Methode. Allerdings reichen beispielsweise die bei der DCF-Methode offen gelegten Informationen nicht aus, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft eine umfassende Bewertung des Angebotspreises vornehmen können. Dafür wäre es erforderlich, neben dem Diskontierungszins auch die zu erwartenden Cash Flows offen zu legen. Die verwendeten Diskontierungszinsen weisen für die betrachteten 26 Fairness Opinions, in denen die Bewertungsparameter offen gelegt werden, einen Anstieg im Zeitablauf auf. Während der WACC im Jahr 2004 durchschnittlich bei 7,70% liegt, beträgt dieser im Jahr 2008 im Durchschnitt 9,09%. Dies hängt vor allem mit einem Anstieg der durchschnittlichen Marktrisikoprämie von den im Jahr 2004 durchschnittlichen 4,85% auf durchschnittliche 5,76% im Jahr 2008 zusammen. Was besonders bei der Analyse der Gutachten auffällt, ist die Tatsache, dass die zugrunde liegenden Bewertungsparameter auch bei denjenigen Fairness Opinions teilweise erhebliche Unterschiede aufweisen, die von demselben Ersteller innerhalb einer kurzen Zeitspanne angefertigt werden.

Vom Angebotspreis hängt, wie sich gezeigt hat, in einem hohen Maße der Erfolg des Angebots ab. Von 1998 bis 2008 sind von den 124 lancierten Angeboten 13 gescheitert, wobei es sich in sieben Fällen um konkurrierende Angebote handelt. Wird der Erfolg des Angebots als Prozentsatz der aus dem Publikum angedienten Aktien definiert, so liegt der Erfolg des Angebots nach Ablauf der regulären Angebotsfrist bei durchschnittlich 50,40 Prozent. In der Nachfrist werden zusätzlich durchschnittlich weitere 15,19 Prozent angedient.

Bei konkurrierenden Angeboten wird in der Regel auf Grund des Übernahmekampfes ein besonders hoher Angebotspreis erwartet. Für neun Unternehmen wurde im Untersuchungszeitraum mehr als ein Angebot angekündigt. Allerdings wurden bei zwei dieser Gesellschaften nur die konkurrierenden, nicht aber die zuerst angekündigten Angebote auch tatsächlich lanciert. Während die durchschnittliche Angebotsfrist aller Angebote 23 Börsentage beträgt, liegt sie bei konkurrierenden Angeboten in einer Spannweite von 33 und

86 Börsentagen.¹⁰⁵⁶ Nur bei drei konkurrierenden Angeboten kam es zu einem Übernahmekampf, in dessen Zuge es zu den von Seiten der Aktionäre der Zielgesellschaft gewünschten mehrfachen Angebotspreiserhöhungen kommt. Die gesamte Preiserhöhung, also die Preiserhöhung vom ursprünglich angekündigten Preis des ersten Angebots zum Vollzugspreis, beträgt bei der Intersport (2000) 3,8%,¹⁰⁵⁷ bei der Leica Geosystems (2005) 34,69% und bei der SIG (2006) 33,85%. Bei den übrigen Gesellschaften behielten beide Anbieter ihre ursprünglich angekündigten Preise bei. Hier liegt der Vollzugspreis zwischen 6,45% und 25,85% über dem vom ersten Anbieter angekündigten Preis. Sieger im Übernahmekampf war mit Ausnahme der Übernahme der Leica Geosystems stets der Konkurrentenanbieter.

Ziel vieler Anbieter ist es, die nach dem Übernahmeangebot verbliebenen Minderheitsaktionäre vollständig auszuschließen. Von den verschiedenen Ausschlussmöglichkeiten wird in der vorliegenden Arbeit die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere näher betrachtet. Diese kann ein Anbieter vom Richter verlangen, wenn er nach einem öffentlichen Übernahmeangebot mehr als 98 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft besitzt. Von den 111 zustande gekommenen Angeboten führten 64 zu einem derartigen Ausschluss der verbliebenen Minderheiten. Problematisch im Hinblick auf den Minderheitenschutz ist die Tatsache, dass im Kraftloserklärungsverfahren der gleiche Betrag bezahlt wird wie an diejenigen Aktionäre, die das Übernahmeangebot angenommen haben. Da zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung eine teilweise sehr große Zeitpanne liegt, sollte der Angebotspreis über diese Zeitspanne hinweg wenigstens aufgezinst werden, damit die Entscheidung über die Annahme des Übernahmeangebots nicht im Interesse des Übernehmers verzerrt wird. Für 21 der 64 Kraftloserklärungsverfahren kann der exakte Vollzugszeitpunkt bestimmt werden. Im Durchschnitt vergehen dabei 236 Tage zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung, bei einer Spannweite von 149 Tagen (ABB AG) bis 358 Tagen (Brauerei Haldengut AG). Für insgesamt 56 Angebote kann das Datum der Urteilsbekanntgabe des Verfahrens ermittelt werden.¹⁰⁵⁸ Zwischen dem Vollzug des Angebots und diesem Datum vergehen im Durchschnitt 208 Tage, mit einem Minimalwert von 121 Tagen (Mövenpick) und einem Maximalwert von 611 Tagen (Aletsch). Eine Verfahrensverkürzung, die das Problem abmildern würde, kann im Zeitablauf nicht beobachtet werden.

¹⁰⁵⁶ Die beiden Angebote, für die nur das konkurrierende Angebot lanciert wird, sind dabei ausgeklammert.

¹⁰⁵⁷ Bei der Übernahme der Intersport ist aber zu berücksichtigen, dass der konkurrierende Anbieter nach der Preiserhöhung des ersten Anbieters als Sieger aus dem Übernahmekampf hervorgegangen ist, und dies trotz der Tatsache, dass sein Angebotspreis unter dem erhöhten Angebotspreis des Erstanbieters lag.

¹⁰⁵⁸ Nach der Urteilsbekanntgabe vergehen bei den 21 Verfahren, bei denen das Vollzugsdatum bekannt ist, im Durchschnitt nochmals 23 Tage, bis es zum Vollzug kommt.

Um die Angemessenheit der beim Übernahmeangebot offerierten Gegenleistung zu überprüfen, werden im empirischen Teil dieser Arbeit zunächst die gebotenen Übernahmeprämien ermittelt. Während in den USA die Prämien in vielen Fällen bei ungefähr 50 Prozent und weltweit bei ca. 30 Prozent liegen, können dagegen die Schweizer Prämien - mit Ausnahme der Prämie, die sich auf den Stichtagskurs bezieht, welcher ein Jahr vor der Übernahmeankündigung liegt - die Schwelle von 20 Prozent nicht übersteigen.¹⁰⁵⁹ Eine Differenzierung erfolgte bei der Bestimmung der Prämien im Hinblick auf den Angebotspreis. Zum einen wird die vorangegangene Kursentwicklung mit dem tatsächlichen am Vollzugsdatum gezahlten Preis und zum anderen mit dem Wert des Angebots am Ankündigungstag verglichen. Bezogen auf den Vollzugspreis liegen die Übernahmeprämien um die 19 Prozent, bei Berücksichtigung des Werts des Angebots am Ankündigungstag um die 16 Prozent.

Es zeigt sich, dass die offerierten Prämien in einem hohen Maße Einfluss auf den Erfolg des Angebots nehmen. So sind die Übernahmeprämien erfolgreicher Angebote bis zu dreimal größer als Prämien weniger erfolgreicher Angebote.¹⁰⁶⁰

Die Prämien sind außerdem höher bei freundlichen Angeboten im Vergleich zu feindlichen Angeboten, bei Kaufangeboten im Vergleich zu Tauschangeboten und bei bedingten Angeboten im Vergleich zu bedingungslosen Angeboten.

Im Hinblick auf die Nationalität des Anbieters zeigt sich, dass internationale Anbieter¹⁰⁶¹ eine bis zu 16,51 Prozentpunkte höhere Prämie zahlen als Schweizer Anbieter bzw. eine bis zu 23,02 Prozentpunkte höhere Prämie als deutsche Anbieter.

Bezogen auf den Stimmrechtsanteil des Anbieters an der Zielgesellschaft bieten Mehrheitsaktionäre in den meisten Fällen höhere Prämien als Anbieter, die bisher keine oder nur eine Minderheitsbeteiligung besitzen. Die Unterschiede sind jedoch nicht signifikant. Werden die Anbieter in verschiedene Stimmrechtsgruppen eingeteilt, so offerieren diejenigen, deren Stimmrechtsanteil an der Zielgesellschaft über 90 Prozent liegt, langfristig gesehen die höchsten Prämien. Bei kurzfristiger Betrachtungsweise stechen besonders die Prämien heraus, die von Anbietern gezahlt werden, deren Anteil an der Zielgesellschaft unter 10 Prozent liegt.

¹⁰⁵⁹ Bei den US-amerikanischen und weltweiten Prämien werden allerdings die Angebotspreise direkt mit der vorangegangenen Kursentwicklung verglichen, wohingegen bei der vorliegenden Arbeit der Angebotspreis auf den Ankündigungstag abdiskontiert und die Kurse auf diesen Tag aufdiskontiert werden, um diese gleichnamig zu machen. Erfolgt die Ab- bzw. Aufzinsung nicht, sind die Schweizer Prämien im Durchschnitt zwei Prozent größer.

¹⁰⁶⁰ Als Erfolgsgröße wird hierbei der Prozentsatz der aus dem Publikum angedienten Aktien, auf die sich das Angebot bezieht, definiert.

¹⁰⁶¹ Unter Ausschluss der deutschen Anbieter.

Insgesamt zeigt die Differenzierung nach der Höhe des Anteilsbesitzes des Anbieters, dass die Aktionäre tendenziell höhere Prämien erzielen, wenn der Anbieter bereits Aktionär der Gesellschaft ist.

Wird anhand des Interesses an der Zielgesellschaft differenziert, so sind die Prämien der strategischen Investoren bis zu 25,13 Prozentpunkte größer als die der Investmentgesellschaften und bis zu 18,63 Prozentpunkte größer als die der Finanzinvestoren.

Schließlich sind die Prämien bei Angeboten, die später zu einer Kraftloserklärung führen, deutlich und vor allem in vielen Fällen hochsignifikant größer als die der übrigen Angebote. Die Unterschiede sind sogar noch deutlicher als bei der Analyse des Erfolgs des Angebots.

Im weiteren Verlauf der empirischen Untersuchung soll anhand der Kursreaktion, die auf die Ankündigung eines öffentlichen Übernahmeangebots erfolgt, untersucht werden, ob die Aktionäre der Zielgesellschaft positive abnormale Renditen erzielen können. Die Richtung der Kursreaktion zeigt, inwieweit die Aktionäre eine Wertsteigerung ihrer Anteile im Zuge der Übernahme erwarten. Wie auch schon bei Betrachtung der Übernahmeprämien sind die Kursreaktionen auf die Ankündigung einer Übernahme in der Schweiz geringer als im Rest Europas oder den USA. Während in Europa in einem längerfristigen Zeitfenster um den Ankündigungstag herum die abnormalen Renditen um die 25 Prozent und in den USA um die 20 Prozent betragen, sammelt sich in der Schweiz in einem Zeitfenster von 60 Tagen um den Ankündigungstag herum eine abnormale Rendite von 15,82 Prozent an. Am Ankündigungstag selbst kann für Schweizer Übernahmeangebote eine hochsignifikante abnormale Rendite von 8,35 Prozent gemessen werden.

Analog zur Untersuchung der Übernahmeprämien weisen hier die erfolgreich verlaufenden Angebote signifikant höhere Renditen auf als die weniger erfolgreichen Angebote. Besonders zeigt sich dies am Ankündigungstag und in den darauffolgenden fünf Tagen, an denen die abnormalen Renditen der erstgenannten Gruppe bis zu viermal höher sind als die abnormalen Renditen der weniger erfolgreichen Angebote. Die größten Unterschiede bezüglich der Höhe der abnormalen Renditen zeigen sich in Abhängigkeit der offerierten Übernahmeprämie. Bei denjenigen Angeboten, die eine vergleichsweise hohe Übernahmeprämie bieten, beträgt die abnormale Rendite im Ereignisfenster [-60;+60] hochsignifikante 32,59 Prozent. Für Angebote, bei denen die Prämie nur im unteren einstelligen Prozentbereich liegt oder gar negativ ist, liegt die abnormale Rendite im gleichen Zeitfenster bei -1,1 Prozent. Der Unterschied zwischen diesen beiden Werten ist dabei hochsignifikant.

Der Ankündigungseffekt ist außerdem höher bei freundlichen Angeboten im Vergleich zu feindlichen Angeboten, bei Kaufangeboten im Vergleich zu Tauschangeboten, bei bedingten Angeboten im Vergleich zu bedingungslosen Angeboten, bei Angeboten, die zu einer Kraftloserklärung führten, im Vergleich zu den übrigen Angeboten, bei Angeboten strategischer Investoren im Vergleich zu Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften, und wenn das Angebot von einem Mehrheitsaktionär unterbreitet wird, im Gegensatz zum Angebot eines Anbieters, der weniger als 50 Prozent an der Zielgesellschaft besitzt.

Für Angebote, bei denen der Stimmrechtsanteil des Anbieters an der Zielgesellschaft größer ist als 90 Prozent, zeigen sich mittel- und langfristig gesehen die größten abnormalen Renditen. Am Ankündigungstag selbst und in den darauf folgenden fünf Tagen sind die Überrenditen derjenigen Angebote besonders groß, bei denen der Anbieter weniger als 10 Prozent an der Zielgesellschaft besitzt.

Der Vergleich der erfolgreichen Angebote mit gescheiterten Angeboten zeigt nur langfristig gesehen bei erstgenannter Gruppe signifikant höhere Überrenditen. Werden die gescheiterten Übernahmeangebote isoliert betrachtet, kann für einen Zeitraum von 375 Tagen nach dem Angebot kein allgemeingültiger Trend bezüglich der Höhe der abnormalen Renditen abgeleitet werden. Auch die Kursreaktion um den Tag des Widerrufs bzw. um den Tag herum, an dem das Angebot für gescheitert erklärt wurde, ist bei den einzelnen Gesellschaften höchst unterschiedlich.¹⁰⁶²

Insgesamt zeigt sich, dass das Börsengesetz und die damit verbundenen Verordnungen einiger wesentlicher Änderungen bedürfen, um einen verbesserten Minderheitenschutz zu gewährleisten. Ein öffentliches Übernahmeangebot, das nach diesem Regelwerk unterbreitet wird, wirkt sich zwar, wie anhand der Übernahmeprämien und Kursreaktionen gezeigt wurde, positiv auf die Aktionäre der Zielgesellschaft aus. Dennoch sind einige wesentliche Anpassungen notwendig.

In einem ersten Schritt sollte die Mindestpreisregel auf alle Angebote angewendet werden müssen, die das Potential besitzen, in einer Kraftloserklärung zu enden. Um in diesem Zusammenhang die Gleichbehandlung der Aktionäre sicherzustellen, müssen die Mindestpreisregeln dann beachtet werden, wenn nach dem Angebot ein Kraftloserklärungsverfahren eingeleitet wird.

¹⁰⁶² Allerdings ist dabei anzumerken, dass nur sechs gescheiterte Angebote in die Untersuchung mit aufgenommen werden können.

Außerdem sollte bei Angeboten, die das Potential besitzen, in einer Kraftloserklärung zu enden, zwingend ein Gutachten zur Bewertung des Angebotspreises vorgeschrieben sein, welches neben den Bewertungsparametern die zu erwartenden Cash Flows enthalten muss.

Die Möglichkeit für Minderheitsaktionäre, im Übernahmeverfahren Parteistellung zu erhalten, ist durch die Anhebung der Schwelle der dafür notwendigen Stimmrechte an der Zielgesellschaft von zwei auf drei Prozent weiter eingeschränkt worden. Hier wäre ein Schritt in die entgegengesetzte Richtung angezeigt. Denn der Fall Canon aus dem Jahr 2009 hat gezeigt, dass die Minderheitsaktionäre dann keine Möglichkeit haben, sich gegen eine willkürliche Preisfestlegung bei einem Übernahmeangebot und im späteren Kraftloserklärungsverfahren entsprechend zur Wehr zu setzen. Deshalb sollte es den Aktionären auch dann möglich sein, Parteistellung im Übernahmeverfahren zu erhalten, wenn der Anbieter bei Unterbreitung des Angebots bereits über mehr als 97 Prozent der Stimmrechte verfügt.

Sofern ein Kraftloserklärungsverfahren durchgeführt wird, sollte - in Anlehnung an die deutschen Regelungen - in denjenigen Fällen eine gerichtliche Überprüfung des Angebotspreises möglich sein, bei denen im vorangegangenen Übernahmeangebot nicht mindestens 90 Prozent der sich im Publikum befindenden Aktien angedient wurden, auf die sich das Angebot bezieht. Für die Aktionäre darf dabei die gerichtliche Angemessenheitsüberprüfung nicht mit einem Kostenrisiko verunmöglicht werden. Um den Angebotspreis und die bei der Kraftloserklärung gezahlte Abfindung gleichnamig zu machen, ist eine Aufzinsung des Angebotspreises über die Zeitspanne notwendig, die zwischen dem Vollzug des Angebots und dem Vollzug der Kraftloserklärung vergeht.

Die hier angestellte Untersuchung kann als Basis für weitere empirische Forschungen dienen. Sicherlich wäre es interessant, anhand der Übernahmeangebote, die ab 2009 lanciert werden, zu ergründen, ob das revidierte Übernahmerecht zu einer Verbesserung des Minderheitenschutzes geführt hat. Auch für die Schweiz gilt, dass das Ziel des Übernahmerechts wie auch des gesamten Minderheitenschutzes darin bestehen muss, eine Börsenbewertung herbeizuführen, die die Ertragsperspektiven des jeweiligen Unternehmens in vollem Umfang reflektiert. Ein Kapitalmarktrecht, das Übernahmen zum Schnäppchenpreis ermöglicht, weil sich verbliebene Minderheitsaktionäre vor einer Übervorteilung durch Großaktionäre fürchten, mindert die Finanzierungskraft des Kapitalmarkts und ist volkswirtschaftlich schädlich.¹⁰⁶³

¹⁰⁶³ Vgl. WENGER/HECKER/KNOESEL(1997).

Anhang

Tab. A.1: Darstellung der öffentlichen Übernahmeangebote zwischen 1998 und 2008	310
Tab. A.2: Stimmrechte des Anbieters und Erfolg des Angebots	313
Tab. A.3: Fristen	316
Tab. A.4: Kraftloserklärungsverfahren gemäß Übergangsregelung	319
Tab. A.5: Übersicht der Ergebnisse bisheriger Prämienanalysen	320
Tab. A.6: Übernahmeprämien im Jahresvergleich	322
Tab. A.7: Übernahmeprämien im Jahresvergleich, ohne konkurrierende Angebote	327
Tab. A.8: Übernahmeprämien illiquider Angebote	332
Tab. A.9: Übernahmeprämien konkurrierender Angebote	333
Tab. A.10: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Angebotsfrist	334
Tab. A.11: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Nachfrist	337
Tab. A.12: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Bewertungsergebnissen der Fairness Opinions	340
Tab. A.13: Übernahmeprämien bei freundlichen und feindlichen Angeboten	343
Tab. A.14: Übernahmeprämien bei Kaufangeboten und Tauschangeboten	346
Tab. A.15: Übernahmeprämien bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten	349
Tab. A.16: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter	352
Tab. A.17: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; Kaufangebote und Tauschangebote	354
Tab. A.18: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; freundliche und feindliche Angebote	357
Tab. A.19: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter	360
Tab. A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter	366
Tab. A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften	378
Tab. A.22: Übernahmeprämien von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften	390

Tab. A.23: Übernahmeprämien bei bedingten und bedingungslosen Angeboten	396
Tab. A.24: Übernahmeprämien bei Angeboten, die zur Kraftloserklärung führen	399
Abb. A.1: Verteilung der Übernahmeprämien	401
Tab. A.25: Ergebnisse der OLS-Regression	410
Tab. A.26: Übersicht der Ergebnisse bisheriger Ereignisstudien	413
Tab. A.27: DKAR für alle Unternehmen	415
Tab. A.28: DKAR für alle Unternehmen (bei konkurrierenden Angeboten wird das 2. Angebot berücksichtigt)	415
Tab. A.29: DKAR für alle Unternehmen; ohne Konzernumstrukturierungen	415
Tab. A.30: DKAR für Konzernumstrukturierungen	416
Tab. A.31: DKAR für illiquide Aktien	416
Tab. A.32: DKAR im Zeitablauf	416
Tab. A.33: DKAR im Zeitablauf, delogarithmiert	416
Tab. A.34: DKAR im Zeitablauf, ohne Konzernumstrukturierungen	417
Tab. A.35: DKAR im Zeitablauf, ohne Konzernumstrukturierungen, delogarithmiert.....	417
Tab. A.36: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Angebotsfrist	418
Tab. A.37: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Nachfrist	419
Tab. A.38: DKAR bei unterschiedlichen Übernahmeprämien ggü. Ø12M	420
Tab. A.39: DKAR bei unterschiedlichen Übernahmeprämien ggü. $t=-1T$	421
Tab. A.40: DKAR bei unterschiedlichen Bewertungsergebnissen der Fairness Opinions	422
Tab. A.41: DKAR bei konkurrierenden Angeboten, 1. Angebot	423
Tab. A.42: DKAR bei konkurrierenden Angeboten, 2. Angebot	423
Tab. A.43: DKAR für alle Unternehmen ohne konkurrierende Angebote	423
Tab. A.44: DKAR bei freundlichen und feindlichen Angeboten	424
Tab. A.45: DKAR bei Kaufangeboten und Tauschangeboten	425
Tab. A.46: DKAR bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten	428
Tab. A.47: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter	430
Tab. A.48: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter und Kaufangeboten	431
Tab. A.49: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter und Tauschangeboten	432
Tab. A.50: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter und freundlichen und feindlichen Angeboten	433
Tab. A.51: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter	435
Tab. A.52: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter	440
Tab. A.53: DKAR bei strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften ..	445

Tab. A.54: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften	446
Tab. A.55: DKAR bei unterschiedlichen Nationalitäten von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften	451
Tab. A.56: DKAR bei bedingten und bedingungslosen Angeboten	453
Tab. A.57: DKAR bei Angeboten, die zur Kraftloserklärung führten	454
Tab. A.58: DKAR bei gescheiterten Angeboten	455
Tab. A.59: Ranking des Jahres 2015 in der Kategorie Protecting Minority Investors, auf In- sich-Geschäfte beschränkt	456

Tabelle A.1: Darstellung der öffentlichen Übernahmeangebote zwischen 1998 und 2008^a

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Angebotspreis
1998	Porst Holding AG	Fotoinvest Switzerland AG	1 Porst wird getauscht in 2 Inhaberaktien Spektor Photo Group N.V. + 59 CHF
1998	Société Internationale Pirelli SA	Pirelli & C. Luxembourg SA	350 CHF
1998	Zürich Versicherungs-Gesellschaft	Zurich Allied AG	1 Zürich wird getauscht in 1 Zurich Allied
1999	ABB AG	New ABB Ltd	1 Namenaktie wird in 3,242 Anbieter-Aktien, 1 Inhaberaktie in 16,21 Anbieter-Aktien getauscht
1999	Allgemeine Finanzgesellschaft	Klaus J. Jacobs Holding AG	451 CHF
1999	Banca del Gottardo	Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt	1.374 CHF
1999	Brauerei Haldengut	Heineken International Beheer B.V.	Inhaberaktien: 1.081 CHF, Namenaktien: 1.081 CHF Partizipationsscheine: 649 CHF
1999	Calanda Bräu	Heineken International Beheer B.V.	Inhaberaktien: 2.679 CHF, Namenaktien: 1.083 CHF Partizipationsscheine: 409 CHF
1999	Danzas Holding AG	Deutsche Post International B.V.	590 CHF
1999	Eisenbahngesellschaft Brig-Visp Zermatt	BVZ Holding AG	1 Namenaktie der Eisenbahn BVZ wird getauscht in 1 Namenaktie der BVZ Holding
1999	Fotolabo SA	Elect AG	475 CHF
1999	Keramik Holding AG Laufen	Compagnia Roca Radiadores SA	Namenaktien: 115,5 CHF, Inhaberaktien: 577 CHF
1999	Kuoni Reisen Holding AG	Kuoni Holdings Plc	1 Namenaktie A wird in 296,545 Anbieter-Stammaktien, 1 Namenaktie B in 1.482,724 Anbieter-Stammaktien getauscht
1999	Romande Energie SA	Compagnie vaudoise d'électricité (CVE)	1 Romande wird getauscht in 3 CVE + 225 CHF
1999	Société Immobilière Genevoise	IMG Immobilien-Anlagestiftung	1091 CHF
1999	Stratec Holding AG	Synthes-Stratec Inc.	1 Namenaktie B wird getauscht in 6 Synthes-Stratec-Aktien
1999	TAG Heuer International SA	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	215 CHF
1999	Usego Hofer Curti AG	Bon appétit Group AG	405 CHF
2000	Alusuisse Group AG	Alcan Aluminium Ltd	1 Alusuisse wird getauscht in 17,1 Alcan +225 CHF
2000	Big Star Holding AG	Tsufa AG	450 CHF
2000	Bucherer AG Luzern	Jörg G. Bucherer	1500 CHF
2000	Esec Holding AG	Unaxis Holding AG	1 Esec wird getauscht in 4 Unaxis und 1920 CHF
2000	India Investment AG	InCentive Investment AG	0,9 mal NAV der India am letzten Tag der Nachfrist
2000	Intersport PSC Holding AG	Intersport Deutschland eG	105 CHF; Erhöhung auf: 112 CHF
2000	Intersport PSC Holding AG	Stancroft Trust Ltd	109 CHF
2000	Orior Holding SA	Pargesa Holding SA	780 CHF
2001	Altin AG	CreInvest AG	1 Altin wird getauscht in Y CreInvest; $Y=(0,87*NAV\ Altin)/NAV\ CreInvest$; Erhöhung auf $(0,92*NAV\ Altin)/NAV\ CreInvest$
2001	Axantis Holding AG	EMS-Chemie Holding AG	330 CHF
2001	Berner Allgemeine Versicherungs- Gesellschaft	Allianz AG	750 CHF
2001	Bobst AG	Bobst Group AG	1 Namenaktie wird in 20 Namenaktien der Anbieterin + 95 CHF, 1 Inhaberaktie in 40 Namenaktien der Anbieterin + 190 CHF getauscht
2001	Christ AG	BWT AG	480 CHF
2001	ENR Eastern Natural Resources SA	Hansa AG	40 CHF; Erhöhung auf 50 CHF
2001	Messe Zürich AG	Schweizer Messermesse AG	1 Namenaktie wird getauscht in 6 Namenaktien MCH Messe Schweiz AG
2001	Selecta Group	Compass Group Plc	540 CHF
2001	Société Montreux-Palace SA	Sodereal Holding SA	NW100: 375 CHF NW50: 187,50 CHF NW20: 75 CHF 410 CHF ODER 1 Sulzer wird getauscht 0,9 InCentive + Ausschüttung von 2 Namenaktien Sulzer Medica; Erhöhung auf: 430 CHF ODER Tausch in 1 InCentive und 1 CVR auf InCentive Aktien + 2 Namenaktien Sulzer Medica
2001	Sulzer AG	InCentive Capital AG	
2002	Baumgartner Papiers Holding SA	MultiPapiers SA	1.082 CHF
2002	Canon (Schweiz) AG	Canon Europa N.V.	93 CHF
2002	Cementia Holding AG	Lafarge SA	1 Cementia-Aktie wird in 11 Lafarge-Aktien, 1 Cementia-PS in 11 Lafarge-Aktien getauscht
2002	Compagnie Financière Michelin	Compagnie Générale des Etablissements Michelin	1 Inhaberaktie wird getauscht in 13 Anbieter-Aktien
2002	Netstal-Maschinen AG	Siemens AG	NW100: 1.918 CHF NWS: 95,90 CHF oder Umtausch in Infineon-Aktien (Anzahl wird am letzten Tag der Nachfrist bestimmt)
2002	Optic - Optical Technology Investments AG	Deutsche Effecten- und Wechsel- Beteiligungsgesellschaft AG	1 Optic wird getauscht in 2,37 DEWB; Erhöhung: 1 Optic wird getauscht in 3 DEWB
2002	Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt	Swiss Life Holding AG	1 Rentenanstalt wird getauscht in 1 Swiss Life Holding
2002	Sopafin, Société de participations financières	Hansa AG	0,881 mal der NAV am letzten Tag der Nachfrist
2002	UDT Group Ltd.	Martin Lüthi, Hans-Jörg Lüthi, Eugen Bollinger	7,50 CHF
2003	Absolute Invest AG	Absolute US AG	1 ABSI wird getauscht in eine ABSU oder 205,17 USD
2003	Bon appétit Group AG	REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH	60,80 CHF
2003	Centerpulse AG	Smith & Nephew Group Plc	1 Centerpulse wird getauscht in 25,15 S&N und 73,42 CHF

^a Es sind nur diejenigen Übernahmeangebote aufgeführt, bei denen es zu einer Veröffentlichung eines Angebotsprospekts gekommen ist.

(Fortsetzung Tabelle A.1: Darstellung der öffentlichen Übernahmeangebote zwischen 1998 und 2008)

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Angebotspreis
2003	Centerpulse AG	Zimmer Holdings Inc.	1 Centerpulse wird getauscht in 3,68 Zimmer und 120 CHF
2003	Disetronic Holding AG	Roche Holding AG	1 Disetronic wird getauscht in 670 CHF und 2 Roche Genusscheine
2003	EIC Electricity SA	Alpine Select AG	12,87 CHF; Erhöhung: 14 CHF
2003	Gétaz Romang SA	Gétaz Romang Holding SA	1 Namenaktie oder 1 PS der Gétaz Romang wird getauscht in 10 Namenaktien Gétaz Romang Holding
2003	Hero AG	FIM AG	165 CHF
2003	InCentive Capital AG	Smith & Nephew Group Plc	(a+b)/c wobei: a = Gesamtzahl an S&N-Aktien und Barbetrag, der bei Centerpulse-Angebot an InCentive zu zahlen wäre; b = angepasste NAV von InCentive, der auf letzten Tag der Angebotsfrist ohne Centerpulse-Anteil und ohne eigene Aktien zu berechnen ist; c = Gesamtzahl ausstehender InCentive Aktien am letzten Tag der Angebotsfrist abzüglich eigene Aktien; Preis wird aus einem Anteil S&N-Aktien und einem Baranteil bestehen
2003	InCentive Capital AG	Zimmer Holdings Inc.	1 InCentive Aktie gegen Zimmer-Aktien + Bargeld im Wert von (A+B)/C; A= Anzahl Zimmer Aktien und Barbetrag der für von InCentive gehaltene Centerpulse Aktien zu zahlen wäre; B= angepasster NAV von InCentive ohne Centerpulse-Anteil und ohne eigene Aktien; Angebotsänderung: B=der von der Revisionsstelle von InCentive zu bestätigende angepasste NAV am letzten Tag der Angebotsfrist ohne Centerpulse-Anteil und ohne eigene Aktien; C= Anzahl InCentive-Aktien ohne eigene Aktien; angepasst um Betrag allfälliger Verwässerungseffekte
2003	Jelmoli Holding AG	Pelham Investments SA	Inhaberaktie: 850 CHF, Namenaktie: 171 CHF
2003	Swiss Steel AG	SBGE Stahl Holding AG	3,50 CHF
2003	Unigestion Holding SA	Unigestion Management Holding	91 CHF
2003	Zellweger Luwa AG	Hesta AG	100 CHF (56 CHF netto wg. Superdividende)
2004	Aare-Tessin AG für Elektrizität	UBS AG	1230 CHF
2004	Aletsch AG	EnAlpin AG	5150 CHF
2004	Bon appétit Group AG	REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH	60,80 CHF
2004	Clair Finanz Holding AG	Carlton-Holding AG	Namenaktien: 100 CHF, Inhaberaktien: 500 CHF
2004	Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA	CICG Holding SA	1 CICG wird getauscht in 1 CICG-Holding
2004	Gerolag	Intervia Anlagen AG	635 CHF
2004	Optic - Optical Technology Investments AG	Ceren Energia SA	43,05 CHF
2004	Pelham Investments SA	Hansa AG	507,20 CHF
2004	Scintilla AG	Robert Bosch Internationale Beteiligung AG	1050 CHF
2004	Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA	SGPR Holding SA	1 SGPR wird getauscht in 1 SGPR Holding
2004	ZKB Axxess Vision AG	Zürcher Kantonalbank	1 Aktie wird getauscht in 1 Anteil (U-Klasse) des ZKB Axxess Vision Fonds
2004	ZKB Finanz Vision AG	Zürcher Kantonalbank	1 Aktie wird getauscht in 1 Anteil (U-Klasse) des ZKB Finanz Vision Fonds
2004	ZKB Pharma Vision AG	Zürcher Kantonalbank	1 Aktie wird getauscht in 1 Anteil (U-Klasse) des ZKB Pharma Vision Fonds
2005	Büro-Fürrer AG	Holding Lyreco Internationale S.A.S	500 CHF
2005	EIC Electricity SA	Gehold SA	15,50 CHF
2005	Forbo Holding AG	AFB Investment SA	260 CHF
2005	Gornergrat Bahn AG	BVZ Holding AG	1 Gornergrat wird getauscht in 3 BVZ + 250 CHF
2005	Leica Geosystems Holdings AG	Hexagon AB	440 CHF; Erhöhung auf 440 CHF + 5 Hexagon B-Aktien
2005	Leica Geosystems Holdings AG	Edelweiss Holdings ApS	500 CHF
2005	Maag Holding AG	Swiss Prime Site AG	190 CHF
2005	Mach Hitech AG	LIL Investments No. 105 Ltd	14,80 CHF
2005	Pelikan Holding AG	Diperdana Holdings Berhad	1 Pelikan wird getauscht in 80 Stammaktien Diperdana
2005	Regedo Holding AG	USI Limited	161,91 CHF (abzüglich Verrechnungssteuer von 21,67 CHF)
2005	Saia-Burgess Electronics Holding AG	Sumida Holding Germany GmbH	950 CHF
2005	Saia-Burgess Electronics Holding AG	Gatebrook Ltd	1.060 CHF
2005	Sarna Kunststoff Holding AG	Sika AG	175 CHF
2005	Swiss International Air Lines AG	AirTrust AG	8,96 CHF
2005	Swiss Small Cap Invest AG	Corisol Holding AG	69,05 CHF
2006	Aare-Tessin AG für Elektrizität	Motor Columbus AG	1 Atel wird getauscht in 0,32 Motor Columbus, nach Angebotsergänzung: 0,321 MC-Aktien
2006	Absolute Managers AG	Absolute Private Equity AG	47,50 USD
2006	Acorn Alternative Strategies AG	Sarabet AG	1 Acorn wird getauscht in 1,66 Anteile des Sarasin Torneo Multistrategy Fund
2006	Agie Charmilles Holding AG	Georg Fischer AG	150 CHF
2006	Amazys Holding AG	X-Rite, Incorporation	1 Amazys wird getauscht in 2,11 X-Rite und 77 CHF
2006	Berna Biotech AG	Crucell N.V.	1 Berna wird getauscht in 0,447 Crucell
2006	Energie Electrique du Simplon SA	Energie Ouest Suisse (EOS)	614 CHF; Erhöhung: 630 CHF
2006	Generali (Schweiz) Holding AG	Assicurazioni Generali S.p.A.	440 CHF
2006	Leclanché SA	EnergyGroup Holding AG	150 CHF
2006	Société Montreux-Palace SA	Sodereal Holding AG	NW100: 282,60 CHF NW50: 141,30 CHF NW20: 56,50 CHF
2007	Aare-Tessin AG für Elektrizität	Motor Columbus AG	1 Atel wird getauscht in 8,025 Motor Columbus
2007	Absolute Europe AG	Absolute Invest AG	42,60 Euro
2007	Bank Linth AG	Glarner Kantonalbank	1 Bank Linth wird getauscht in 1 PS der Glarner KB + 330 CHF

(Fortsetzung Tabelle A.1: Darstellung der öffentlichen Übernahmeangebote zwischen 1998 und 2008)

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Angebotspreis
2007	Bank Linth AG	Liechtensteinische Landesbank AG	540 CHF
2007	Bank Sarasin & Cie AG	IPB Holding B.V.	3687,50 CHF
2007	Converium AG	Scor S.A.	1 Converium wird getauscht in 0,5 Scor + 4 CHF; Erhöhung: 1 Converium wird getauscht in 0,5 Scor +5,90 CHF
2007	Gétaz Romang Holding AG	CRH Europe Holding BV	1125 CHF
2007	GNI Global Net International AG	Bellevue Exklusiv Immobilien AG und Schweizer Finanz Holding AG	4 CHF
2007	Henniez AG	Nestlé Schweiz AG	5303 CHF
2007	IsoTis SA	IsoTis Inc.	10 Isotis werden getauscht in 1 Anbieter-Aktie
2007	Mövenpick-Holding AG	Carlton-Holding AG	Namenaktie: 94 CHF, Inhaberaktie: 400 CHF
2007	Saurer AG	OC Oerlikon AG (vormals Unaxis)	93,42 CHF; Erhöhung: 135 CHF
2007	Serono AG	Merck Vierte Allgemeine Beteiligungsgesellschaft mbH	1100 CHF
2007	SIG AG	Romanshorn S.A.	325 CHF; Erhöhung: 400 CHF
2007	SIG AG	Rank Group Holdings Limited	370 CHF; Erhöhung: 435 CHF
2007	Unilabs SA	Goldcup J 2653 AB	Namenaktie: 28,75 CHF, Inhaberaktie: 57,50 CHF, Option: 1,75 CHF
2008	Baumgartner Papiers Holding AG	BBC Group	412 CHF; Erhöhung: 460 CHF
2008	Ciba Holding AG	BASF Handels- und Exportgesellschaft	50 CHF
2008	Eichhof Getränke Holding AG	Heineken Switserland AG	1657,30 CHF
2008	Golay-Buchel Holding SA	Norinvest Holding SA	1 Namenaktie wird in 234 Norinvest-Aktien, 1 PS in 39 Norinvest-Aktien getauscht
2008	Growth Value Opportunities SA	Paramount-Finanz AG	206 CHF
2008	Hiestand Holding AG	Aryzta AG	1 Hiestand wird getauscht in 36 Aryzta
2008	Implenia AG	LIL Investments No. 4 Ltd.	33,23 CHF
2008	MicroValue AG	Vontobel Holding AG	1 MicroValue wird getauscht in 1 Fondsanteil SICAV-MIV Global Medtech Fund
2008	SEZ Holding AG	LAM Research Corporation	38 CHF
2008	Speedel Holding AG	Novartis Pharma AG	130 CHF
2008	Von Roll Holding AG	Aktionärsgruppe von Finck	8,53 CHF

Tabelle A.2: Stimmrechte des Anbieters^b und Erfolg^c des Angebots

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Stimmrechte bei Ankündigung	Erfolg Angebotsfrist ^d	Erfolg Nachfrist	Stimmrechte nach Ablauf Nachfrist
1998	Porst Holding AG	Fotoinvest Switzerland AG	59,20%	40,20%	50,63%	97,28%
1998	Société Internationale Pirelli SA	Pirelli & C. Luxembourg SA	59,00%	5,89%	0,80%	61,74%
1998	Zürich Versicherungs-Gesellschaft	Zurich Allied AG	0,00%	98,94%	0,47%	99,41%
1999	ABB AG	New ABB Ltd	1,64%	N:97,87% I:94,57%	N:1,81% I:2,3%	98,006%
1999	Allgemeine Finanzgesellschaft	Klaus J. Jacobs Holding AG	99,60%	70,61%	3,09%	99,95%
1999	Banca del Gottardo	Rentenanstalt	62,85%	84%	6,04%	99,64%
1999	Brauerei Haldengut	Heineken International Beheer	93,40%	I:81,6% N:83,93% PS: 65,94%	I:15,8% N:8,67% PS:7,96%	99,60%
1999	Calanda Bräu	Heineken International Beheer	88,70%	I:88,7% N:91,0% PS:82,4%	I:5,7% N:3,7% PS:15,9%	99,40%
1999	Danzas Holding AG	Deutsche Post International	23,97%	91,10%	6,30%	98,10%
1999	Eisenbahngesellschaft Brig-Visp Zermatt	BVZ Holding AG	34,96%	85,850%	10,26%	97,47%
1999	Fotolabo SA	Elect AG	72,47%	78,77%	20,93%	99,94%
1999	Keramik Holding AG Laufen	Compagnia Roca Radiadores	65,97%	I:97,66% N:91,59%	I:1,66% N:8,06%	99,84%
1999	Kuoni Reisen Holding AG	Kuoni Holdings Plc	26,2%	50,71%	nicht zustande gekommen	
1999	Romande Energie SA	CVE	88,81%	90,30%	4,81%	99,45%
1999	Société Immobilière Genevoise	IMG Immobilien-Anlagestiftung	80,2%	55,41%	33,91%	97,89%
1999	Stratec Holding AG	Synthes-Stratec Inc.	69,53%	44,22%	9,02%	98,40%
1999	TAG Heuer International SA	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	50,10%	50,80%	25,35%	98,44%
1999	Usego Hofer Curti AG	Bon appétit Group AG	60,27%	91,40%	4,70%	98,50%
2000	Aluisse Group AG	Alcan Aluminium Ltd	0%	80,68%	18,77%	99,45%
2000	Big Star Holding AG	Tsufa AG	23,88%	19,64%	70,96%	92,85%
2000	Bucherer AG Luzern	Jörg G. Bucherer	100% (92,3% der PS)	9,95%	88,07%	100% (99,94% Kapital)
2000	Esec Holding AG	Unaxis Holding AG	76,60%	0,04%	9,13%	78,74%
2000	India Investment AG	InCentive Investement AG	70,90%	10,70%	5,80%	82,30%
2000	Intersport PSC Holding AG	Intersport Deutschland eG	10,93%	28,71%	nicht zustande gekommen	
2000	Intersport PSC Holding AG	Stancroft Trust Ltd	5% (50,48% Kapital)	10,10%	73,30%	91,80%
2000	Orior Holding SA	Pargesa Holding SA	86,73%	82,87%	5,19%	99,80%
2001	Altin AG	CrelInvest AG	11,97%		nicht zustande gekommen	
2001	Axantis Holding AG	EMS-Chemie Holding AG	24,73%	70,20%	23,17%	99,32%
2001	Berner Allgemeine Versicherungs-Gesellschaft	Allianz AG	60,13%	51,53%	5,00%	96,70%
2001	Bobst AG	Bobst Group AG	1,24%	N:97,34% I:89,53%	N:2,33% I:9,41%	99,41%
2001	Christ AG	BWT AG	58,90%	84,09%	13,02%	98,81%
2001	ENR Eastern Natural Resources SA	Hansa AG	7,82%	25,97%	9,07%	61,38%
2001	Messe Zürich AG	Schweizer Mustermesse AG	1,95%	92,82%	4,96%	97,82%
2001	Selecta Group	Compass Group Plc	20% (33,28% Kapital)	94,80%	1,10%	99,90%
2001	Société Montreux-Palace SA	Sodereal Holding SA	68,48%	NW100: 44,7% NW50: 0,4%	NW100:4,59% NW50: ,21%	83,84%
2001	Sulzer AG	InCentive Capital AG	14,32%		nicht zustande gekommen	
2002	Baumgartner Papiers Holding SA	MultiPapiers SA	3% (27,32% Kapital)	37,27%	nicht zustande gekommen	
2002	Canon (Schweiz) AG	Canon Europa N.V.	52%	17,94%	14,55%	81,21%
2002	Cementia Holding AG	Lafarge SA	98,51% (93,9% PS)	I:66,28% PS:69,64%	I:1,01% PS:29,58%	99,52%
2002	Compagnie Financière Michelin	Compagnie Générale des Etablissements Michelin	96,42%	60,06%	36,76%	99,88%
2002	Netstal-Maschinen AG	Siemens AG	89,78%	NW100:11,3% NW5:23,1%	NW100:79,89% NW5:43,23%	99,08%
2002	Optic - Optical Technology Investments AG	Deutsche Effecten- und Wechsel-Beteiligungsgesellschaft AG	28,45%	57,57%	21,92%	85,32%
2002	Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt	Swiss Life Holding AG	1,38%	74,72%	17,41%	93,60%

^b Inklusive der Stimmrechte der mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen.

^c Definiert als Prozentsatz der aus dem Publikum angebotenen Aktien, auf die sich das Angebot bezieht. Bei denjenigen Angeboten, bei denen der Anbieter entweder bei Beginn des Angebots oder nach Ablauf der Nachfrist die Möglichkeit zur Kraftloserklärung hat, sind die entsprechenden Stimmrechte dunkel unterlegt.

^d N=Namenaktien, I=Inhaberaktien, PS=Partizipationsschein, NW=Nennwert.

(Fortsetzung Tabelle A.2: Stimmrechte des Anbieters und Erfolg des Angebots)

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Stimmrechte bei Ankündigung	Erfolg Angebotsfrist	Erfolg Nachfrist	Stimmrechte nach Ablauf Nachfrist
2002	Sopafin	Hansa AG	0,91%	35,06%	35,30%	97,10%
2002	UDT Group Ltd.	Martin Lüthi, Hans-Jörg Lüthi, Eugen Bollinger	88,05%	63,97%	24,55%	98,63% (eingetragen mit 45%)
2003	Absolute Invest AG	Absolute US AG	85,16%	83,68%	14,59%	99,75%
2003	Bon appétit Group AG	REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH	63,61%	32,45%	16,24%	87,62%
2003	Centerpulse AG	Smith & Nephew Group Plc	21,27%	0,24%	nicht zustande gekommen	
2003	Centerpulse AG	Zimmer Holdings Inc.	0%	68%	15,43%	98,85%
2003	Disetronic Holding AG	Roche Holding AG	38,7%	96,69%	3,01%	99,81%
2003	EIC Electricity SA	Alpine Select AG	33,06%	29,41%	8,91%	58,71%
2003	Gétaz Romang SA	Gétaz Romang Holding SA	0%	N:98,72% PS:95,84%	N:0,97% PS:3,03%	99,69%
2003	Hero AG	FIM AG	74,48%	50,12%	13,14%	99,08%
2003	InCentive Capital AG	Smith & Nephew Group Plc	76,85%	0,06%	nicht zustande gekommen	
2003	InCentive Capital AG	Zimmer Holdings Inc.	0%	98,90%	1,08%	99,98%
2003	Jelmoli Holding AG	Pelham Investments SA	54,34%	N:4,34% I:0,04%	N:0% I:0,01%	55,45%
2003	Swiss Steel AG	SBGE Stahl Holding AG	50,57%	8,01%	0,31%	54,64%
2003	Unigestion Holding SA	Unigestion Management Holding	71,06%	29,03%	10,58%	83,26%
2003	Zellweger Luwa AG	Hesta AG	84,48%	96,90%	2,50%	99,80%
2004	Aare-Tessin AG für Elektrizität	UBS AG	59,75%	0,01%	0,00%	59,76%
2004	Aletsch AG	EnAlpin AG	97,55%	43,18%	3,46%	98,69%
2004	Bon appétit Group AG	REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH	99,16%	54,83%	17,63%	99,85%
2004	Clair Finanz Holding AG	Carlton-Holding AG	74,80%	N:64,56% I:94,37%	N:10,93% I:3,47%	98,05%
2004	Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA	CICG Holding SA	17,71%	95,29%	3,86%	99,30%
2004	Gerolag	Intervia Anlagen AG	79,49%	50,71%	5,08%	90,93%
2004	Optic - Optical Technology Investments AG	Ceren Energia SA	93,53%	1,44%	0,73%	93,67%
2004	Pelham Investments SA	Hansa AG	98,54%	48,94%	23,28%	99,61%
2004	Scintilla AG	Robert Bosch Internationale Beteiligung AG	96,87%	64,10%	1,10%	99,50%
2004	Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA	SGPR Holding SA	19,07%	96,74%	3,07%	99,95%
2004	ZKB Axxess Vision AG	Zürcher Kantonalbank	89,43%	65,05%	33,64%	99,90%
2004	ZKB Finanz Vision AG	Zürcher Kantonalbank	83,55%	60,03%	31,34%	99,81%
2004	ZKB Pharma Vision AG	Zürcher Kantonalbank	84,34%	58,52%	33,18%	99,62%
2005	Büro-Fürer AG	Holding Lyreco Internationale S.A.S	82,40%	54,01%	16,620%	99,92%
2005	EIC Electricity SA	Gehold SA	73,59%	48,86%	35,11%	95,77%
2005	Forbo Holding AG	AFB Investment SA	2,92%	16,10%	0,45%	nicht zustande gekommen
2005	Gornergrat Bahn AG	BVZ Holding AG	44,9%	75,08%	16,84%	95,55%
2005	Leica Geosystems Holdings AG	Hexagon AB	0%	71,25%	25,90%	97,15%
2005	Leica Geosystems Holdings AG	Edelweiss Holdings ApS	6,48%	0,09%	nicht zustande gekommen	
2005	Maag Holding AG	Swiss Prime Site AG	65,89%	27,18%	11,91%	85,94%
2005	Mach Hitech AG	LIL Investments No. 105 Ltd	37,06%	0,018%	0,32%	37,083%
2005	Pelikan Holding AG	Diperdana Holdings Berhad	64,94%	56,67%	8,09%	87,64%
2005	Regedo Holding AG	USI Limited	74,373%	17,03%	0,75%	78,93%
2005	Saia-Burgess Electronics Holding AG	Sumida Holding Germany GmbH	29,38%	0%	nicht zustande gekommen	
2005	Saia-Burgess Electronics Holding AG	Gatebrook Ltd	0,09%	84,07%	15,24%	99,31%
2005	Sarna Kunststoff Holding AG	Sika AG	8,996%	66,26%	23,98%	98,33%
2005	Swiss International Air Lines AG	AirTrust AG	84,55%	74,00%	17,75%	99,06%
2005	Swiss Small Cap Invest AG	Corisol Holding AG	33,328%	0,08%	0,00%	33,38%
2006	Aare-Tessin AG für Elektrizität	Motor Columbus AG	90,97%	4,23%	1,84%	91,51%
2006	Absolute Managers AG	Absolute Private Equity AG	23,64%	23,98%	71,18%	94,64%
2006	Acorn Alternative Strategies AG	Sarabet AG	19,68%	77,49%	8,70%	99,90%
2006	Agie Charmilles Holding AG	Georg Fischer AG	81,74%	39,34%	10,46%	92,80%
2006	Amazys Holding AG	X-Rite, Incorporation	0,23%	87,50%	12,1%	99,80%
2006	Berna Biotech AG	Crucell N.V.	0%	73,94%	25,21%	96,86%
2006	Energie Electrique du Simplon SA	Energie Ouest Suisse (EOS)	89,852%	6,23%	5,93%	91,08%
2006	Generali (Schweiz) Holding AG	Assicurazioni Generali S.p.A.	67,43%	75,20%	1,73%	94,82%
2006	Leclanché SA	EnergyGroup Holding AG	59,14%	33,71%	7,79%	79,49%
2006	Société Montreux-Palace SA	Sodereal Holding AG	83,86%	NW100: 94,63% NW50: 0% NW20: 0,45%	NW20: 0% NW50: 0,09% NW100: 2,8%	99,23%
2007	Aare-Tessin AG für Elektrizität	Motor Columbus AG	91,51%	50,84%	2,64%	99,82%
2007	Absolute Europe AG	Absolute Invest AG	33,18%	27,73%	52,99%	87,12%
2007	Bank Linth AG	Glarner Kantonalbank	0,52%	1,20%	nicht zustande gekommen	

(Fortsetzung Tabelle A.2: Stimmrechte des Anbieters und Erfolg des Angebots)

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Stimmrechte bei Ankündigung	Erfolg Angebotsfrist	Erfolg Nachfrist	Stimmrechte nach Ablauf Nachfrist
2007	Bank Linth AG	Liechtensteinische Landesbank AG	1,06%	56,64%	14,10%	74,20%
2007	Bank Sarasin & Cie AG	IPB Holding B.V.	69,28%	0,00%	0,00%	69,28%
2007	Converium AG	Scor S.A.	32,94%	79,23%	15,28%	96,32%
2007	Gétaz Romang Holding AG	CRH Europe Holding BV Bellevue Exklusiv Immobilien	32,98%	95,22%	4,02%	99,02%
2007	GNI Global Net International AG	AG und Schweizer Finanz Holding AG	75,56%	25,93%	11,55%	82,10%
2007	Henniez AG	Nestlé Schweiz AG	61,66%	96,36%	2,67%	99,63%
2007	IsoTis SA	IsoTis Inc.	0,33%	74,87%	15,56%	90,46%
2007	Mövenpick-Holding AG	Carlton-Holding AG	89,96%	I:67,56% N:44,49%	I:7,74% N:38,44%	99,34%
2007	Saurer AG	OC Oerlikon AG (vormals Unaxis)	45,27%	17,64%	6,92%	99,45%
2007	Serono AG	Merck Vierte Allgemeine Beteiligungsgesellschaft mbH	89,17%	53,84%	7,30%	99,11%
2007	SIG AG	Romanshorn S.A.	8,96%	0%	nicht zustande gekommen	
2007	SIG AG	Rank Group Holdings Limited	0%	49,52%	14,75%	98,33%
2007	Unilabs SA	Goldcup J 2653 AB	64,50%	I:94,73% N:66,13% Optionen:94,34%	I:3,71% N:0% Optionen:4,12%	99,45%
2008	Baumgartner Papiers Holding AG	BBC Group	25,61%	42,37%	7,55%	90,72%
2008	Ciba Holding AG	BASF Handels- und Exportgesellschaft	4,56%	69,82%	24,84%	94,59%
2008	Eichhof Getränke Holding AG	Heineken Switzerland AG	49%	62,30%	30,94%	96,54%
2008	Golay-Buchel Holding SA	Norinvest Holding SA	64,80%	I:10,54% PS:35,5%	I:14,27% PS:17,13%	73,53%
2008	Growth Value Opportunities SA	Paramount-Finanz AG	73%	91,11%	6,93%	99,48%
2008	Hiestand Holding AG	Aryzta AG	32,22%	im Rahmen einer Fusion vollzogen		
2008	Implenia AG	LIL Investments No. 4 Ltd.	34,01%	4,23%	nicht zustande gekommen	
2008	MicroValue AG	Vontobel Holding AG	9,31%	94,00%	5,36%	99,42%
2008	SEZ Holding AG	LAM Research Corporation	6,74%	75,45%	19,23%	95,40%
2008	Speedel Holding AG	Novartis Pharma AG	69,02%	80,40%	0,90%	99,80%
2008	Von Roll Holding AG	Aktionärsgruppe von Finck	43,75%	24,22%	10,54%	63,10%

Tabelle A.3: Fristen

Jahr	Zielgesellschaft	Börsentage Angebotsfrist	Börsentage Nachfrist	Börsentage von Ankündigung bis Vollzug ^e	Tage zwischen Vollzug des Angebots und Vollzug der Kraftloserklärung	Tage zwischen einmaliger Veröffentlichung ^f und Vollzug der Kraftloserklärung	Tage zwischen Vollzug des Angebots und einmaliger Veröffentlichung
1998	Porst Holding AG	10	10	40	–	–	–
1998	Société Internationale Pirelli SA	16	10	36	–	–	–
1998	Zürich Versicherungs-Gesellschaft	36	10	227	203	18	185
1999	ABB AG	37	10	99	149	2	147
1999	Allgemeine Finanzgesellschaft	10	10	130	–	–	188
1999	Banca del Gottardo	16	10	82	289	16	273
1999	Brauerei Haldengut	10	10	42	358	74	284
1999	Calanda Bräu	10	10	49	347	98	249
1999	Danzas Holding AG	20	10	64	292	9	283
1999	Eisenbahngesellschaft Brig-Visp Zermatt	26	10	142	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
1999	Fotolabo SA	10	10	63	k.A. möglich	k.A. möglich	199
1999	Keramik Holding AG Laufen	20	10	89	k.A. möglich	k.A. möglich	175
1999	Kuoni Reisen Holding AG	51	nicht zustande gekommen	–	–	–	–
1999	Romande Energie SA	40	10	78	k.A. möglich	k.A. möglich	169
1999	Société Immobilière Genevoise	10	10	50	–	–	–
1999	Stratec Holding AG	20	9	65	209	20	189
1999	TAG Heuer International SA	20	10	60	–	–	–
1999	Usego Hofer Curti AG	20	10	59	323	22	301
2000	Aluisse Group AG	20	10	303	k.A. möglich	k.A. möglich	223
2000	Big Star Holding AG	27	10	53	–	–	–
2000	Bucherer AG Luzern	10	10	45	202	20	182
2000	Esec Holding AG	10	10	39	–	–	–
2000	India Investment AG	10	10	44	–	–	–
2000	Intersport PSC Holding AG	71	nicht zustande gekommen	–	–	–	–
2000	Intersport PSC Holding AG	40	10	114	–	–	–
2000	Orior Holding SA	19	11	52	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
2001	Altin AG	3	nicht zustande gekommen	–	–	–	–
2001	Axantis Holding AG	20	10	84	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
2001	Berner Allgemeine Versicherungs-Gesellschaft	15	10	38	k.A. möglich	k.A. möglich	246
2001	Bobst AG	29	10	193	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
2001	Christ AG	15	10	49	k.A. möglich	k.A. möglich	227
2001	ENR Eastern Natural Resources SA	20	10	59	–	–	–
2001	Messe Zürich AG	20	10	117	–	–	–
2001	Selecta Group	30	10	76	202	22	180
2001	Société Montreux-Palace SA	20	10	66	–	–	–
2001	Sulzer AG	8	nicht zustande gekommen	–	–	–	–
2002	Baumgartner Papiers Holding SA	30	nicht zustande gekommen	–	–	–	–
2002	Canon (Schweiz) AG	15	10	39	–	–	–
2002	Cementia Holding AG	10	10	45	k.A. möglich	k.A. möglich	177
2002	Compagnie Financière Michelin	10	10	43	k.A. möglich	k.A. möglich	186
2002	Netstal-Maschinen AG	20	10	67	k.A. möglich	k.A. möglich	200
2002	Optic - Optical Technology Investments AG	20	10	50	–	–	–
2002	Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt	20	10	45	–	–	–
2002	Sopafin, Société de participations financières	20	10	62	–	–	–
2002	UDT Group Ltd.	10	10	57	k.A. möglich	k.A. möglich	170
2003	Absolute Invest AG	20	10	54	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
2003	Bon appétit Group AG	20	10	96	–	–	–
2003	Centerpulse AG	86	nicht zustande gekommen	–	–	–	–
2003	Centerpulse AG	40	10	136	k.A. möglich	k.A. möglich	197
2003	Disetronic Holding AG	24	10	70	k.A. möglich	k.A. möglich	183
2003	EIC Electricity SA	30	10	88	–	–	–

^e Bei konkurrierenden Angeboten: Börsentage zwischen der Ankündigung des ersten Angebots und dem Vollzug des zustande gekommenen Angebots.

^f Bekanntgabe des Urteils des Kraftloserklärungsverfahrens.

(Fortsetzung Tabelle A.3: Fristen)

Jahr	Zielgesellschaft	Börsentage Angebotsfrist	Börsentage Nachfrist	Börsentage von Ankündigung bis Vollzug	Tage zwischen Vollzug des Angebots und Vollzug der Kraftloserklärung	Tage zwischen einmaliger Veröffentlichung und Vollzug der Kraftloserklärung	Tage zwischen Vollzug des Angebots und einmaliger Veröffentlichung
2003	Gétaz Romang SA	20	10	90	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
2003	Hero AG	13	10	51	k.A. möglich	k.A. möglich	168
2003	InCentive Capital AG	86	nicht zustande gekommen		–	–	–
2003	InCentive Capital AG	40	10	136	k.A. möglich	k.A. möglich	151
2003	Jelmoli Holding AG	20	10	56	–	–	–
2003	Swiss Steel AG	21	10	71	–	–	–
2003	Unigestion Holding SA	10	10	39	–	–	–
2003	Zellweger Luwa AG	20	10	92	205	17	188
2004	Aare-Tessin AG für Elektrizität	20	10	59	–	–	–
2004	Aletsch AG	10	10	92	k.A. möglich	k.A. möglich	611
2004	Bon appétit Group AG	10	10	50	k.A. möglich	k.A. möglich	242
2004	Clair Finanz Holding AG	20	10	145	k.A. möglich	k.A. möglich	155
2004	Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA	20	10	39	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
2004	Gerolag	20	10	67	–	–	–
2004	Optic - Optical Technology Investments AG	10	10	55	–	–	–
2004	Pelham Investments SA	10	10	33	k.A. möglich	k.A. möglich	219
2004	Scintilla AG	40	10	85	k.A. möglich	k.A. möglich	160
2004	Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA	20	10	39	k.A. möglich	k.A. möglich	k.A. möglich
2004	ZKB Axxess Vision AG	20	10	52	k.A. möglich	k.A. möglich	162
2004	ZKB Finanz Vision AG	20	10	52	k.A. möglich	k.A. möglich	162
2004	ZKB Pharma Vision AG	20	10	52	k.A. möglich	k.A. möglich	162
2005	Büro-Fürer AG	20	10	63	k.A. möglich	k.A. möglich	189
2005	EIC Electricity SA	10	10	28	–	–	–
2005	Forbo Holding AG	20			–	–	–
2005	Gornergrat Bahn AG	22	10	71	–	–	–
2005	Leica Geosystems Holdings AG	55	10	98	k.A. möglich	k.A. möglich	257
2005	Leica Geosystems Holdings AG	32	nicht zustande gekommen		–	–	–
2005	Maag Holding AG	22	10	54	–	–	–
2005	Mach Hitech AG	20	10	56	–	–	–
2005	Pelikan Holding AG	10	10	39	–	–	–
2005	Regedo Holding AG	11	10	34	–	–	–
2005	Saia-Burgess Electronics Holding AG	39	nicht zustande gekommen		–	–	–
2005	Saia-Burgess Electronics Holding AG	13	10	86	k.A. möglich	k.A. möglich	156
2005	Sarna Kunststoff Holding AG	20	10	51	k.A. möglich	k.A. möglich	184
2005	Swiss International Air Lines AG	20	10	67	k.A. möglich	k.A. möglich	215
2005	Swiss Small Cap Invest AG	20	10	59	–	–	–
2006	Aare-Tessin AG für Elektrizität	50	10	252	–	–	–
2006	Absolute Managers AG	24	10	43	–	–	–
2006	Acorn Alternative Strategies AG	21	10	48	k.A. möglich	k.A. möglich	183
2006	Agie Charmilles Holding AG	20	10	44	–	–	–
2006	Amazys Holding AG	40	10	107	211	22	189
2006	Berna Biotech AG	25	10	58	208	14	194
2006	Energie Electrique du Simplon SA	20	10	71	–	–	–
2006	Generali (Schweiz) Holding AG	20	10	66	–	–	–
2006	Leclanché SA	20	10	70	–	–	–
2006	Société Montreux-Palace SA	10	10	28	k.A. möglich	k.A. möglich	129
2007	Aare-Tessin AG für Elektrizität	20	10	64	169	25	144
2007	Absolute Europe AG	29	10	50	–	–	–
2007	Bank Linth AG	33	nicht zustande gekommen		–	–	–
2007	Bank Linth AG	20	10	84	–	–	–
2007	Bank Sarasin & Cie AG	25	10	72	–	–	–
2007	Converium AG	20	10	117	303	9	294
2007	Gétaz Romang Holding AG	20	10	51	216	24	192
2007	GNI Global Net International AG	10	10	103	–	–	–
2007	Henniez AG	20	10	73	211	17	194
2007	IsoTis SA	22	10	69	–	–	–
2007	Mövenpick-Holding AG	12	10	49	k.A. möglich	k.A. möglich	122

(Fortsetzung Tabelle A.3: Fristen)

Jahr	Zielgesellschaft	Börsentage Angebotsfrist	Börsentage Nachfrist	Börsentage von Ankündigung bis Vollzug	Tage zwischen Vollzug des Angebots und Vollzug der Kraftloserklärung	Tage zwischen einmaliger Veröffentlichung und Vollzug der Kraftloserklärung	Tage zwischen Vollzug des Angebots und einmaliger Veröffentlichung
2007	Saurer AG	20	16	87	k.A. möglich	k.A. möglich	271
2007	Serono AG	20	10	111	278	7	127
2007	SIG AG	40	nicht zustande gekommen		–	–	–
2007	SIG AG	40	10	158	180	9	171
2007	Unilabs SA	20	10	82	183	23	160
2008	Baumgartner Papiers Holding AG	20	10	67	–	–	–
2008	Ciba Holding AG	20	10	55	–	–	–
2008	Eichhof Getränke Holding AG	29	10	99	–	–	–
2008	Golay-Buchel Holding SA	20	10	43	–	–	–
2008	Growth Value Opportunities SA	11	10	36	k.A. möglich	k.A. möglich	294
2008	Hiestand Holding AG	Vollzug im Rahmen einer Fusion			–	–	–
2008	Implenia AG	83	nicht zustande gekommen		–	–	–
2008	MicroValue AG	20	10	43	214	18	196
2008	SEZ Holding AG	25	10	60	k.A. möglich	k.A. möglich	287
2008	Speedel Holding AG	20	10	64	k.A. möglich	k.A. möglich	324
2008	Von Roll Holding AG	20	10	58	–	–	–

Tabelle A.4: Kraftloserklärungsverfahren gemäß Übergangsregelung

Zielgesellschaft	Kläger	Ankündigung der Kraftloserklärung	Abfindung im Kraftloserklärungsverfahren	Jahr des vorangegangenen Übernahmeangebots	Angebotspreis
ABB Immobilien AG	Asea Brown Boveri, Baden	17. Jul 98	k.A.	–	–
ABB Sécheron SA	ABB AG	11. Feb 99	600 CHF	–	–
Balair-CTA SA	Sairgroup AG	11. Feb 99	N: 149 CHF PS: 132 CHF	1994	5 Balair werden getauscht in 1 Swissair + 79 CHF
Cablecom SECE AG	Cablecom Holding AG	31. Mrz 98	637 CHF	1996	637 CHF
Credit Suisse AG	Credit Suisse Group AG	05. Mrz 98	150 CHF	1996	125 CHF oder Tausch in 1 Credit Suisse Holding
Credit Suisse First Boston AG	Credit Suisse Group AG	05. Mrz 98	900 CHF	1996	je 1 und N: 825 CHF oder Tausch in 6 CSH
Deggo AG	Elvia Schweizerische Versicherungsgesellschaft	14. Dez 98	k.A.	–	–
Dipl. Ing. Fust AG	Jelmoli Holding AG und Fiaro AG	05. Mai 98	425 CHF	1996	2 Fust werden getauscht in 1 "normale" Jelmoli oder 1 Jelmoli Typ B
EIBA "Eidgenössische Bank"	UBS Schweizerische Bankgesellschaft	16. Jun 98	443 CHF	–	–
Elco Energiesysteme AG	Wolf GmbH	12. Mai 98	535 CHF	1996	535 CHF
Elektrowatt AG	Siemens AG	05. Mrz 98	550 CHF	1997	550 CHF
Frisco Findus AG	Maggi Unternehmungen AG	05. Mai 98	830 CHF	–	–
Fuchs Petrolub AG	Fuchs Petrolub AG Öl + Chemie	31. Jul 98	320,50 CHF	1997	1 Aktie wird getauscht in 1 Stamm- und 1 Vorzugsaktie der Anbieterin + Zuzahlung (Wert insgesamt 510 CHF)
Grand-Passage-Innovation SA	Jelmoli Holding AG und Jelmoli AG	12. Mrz 98	k.A.	–	–
Immuno International AG	Baxter Biotech Holding AG	10. Jul 98	900 CHF	1997	900 CHF
Konsumverein Zürich	Coop Schweiz	07. Apr 98	k.A.	1995	I: 400 CHF PS: 300 CHF
Laboratoires Sauter SA	Roche Finanz AG	31. Mrz 99	1300 CHF	–	–
Lonza AG	Alusuisse Lonza Group AG	18. Sep 98	9500 CHF	–	–
Merck AG	MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien	09. Jun 98	1100	1995	1 Merck wird getauscht in 27 Merck KGaA
Nouvelle Compagnie de Réassurances	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft	11. Feb 99	460 CHF	–	–
RIG Rentsch Industrie-Holding AG	Containers Packaging (Europe) Ltd.	29. Sep 98	510 CHF	1994	N: 510 CHF I: 2550 CHF
SBC Equity Partners AG	Schweizerischer Bankverein (UBS AG)	10. Jul 98	361 CHF	1994	2 SBC werden getauscht in 1 SBV
SBSI Holding	Società di Banca Svizzera (SBS)	19. Mrz 98	N: 635 I: 3175	1995	1 I wird getauscht in 5 SBV I + 53 CHF; 1 N wird getauscht in 1 SBV N + 16 CHF; 1 PS wird getauscht in 1 SBV I
Spiro International SA	Lindab AB	28. Jul 98	k.A.	–	–
Schweizerische Hypotheken- und Handelsbank	UBS AG	10. Jul 98	k.A.	–	–
Winterthur Schweizerische Versicherungs-Gesellschaft	Credit Suisse Group AG (Angebot 1997)	10. Feb 98	1 Winterthur wird getauscht in 7,3 CS-Group	1997	1 Winterthur wird getauscht in 7,3 CSG

Tabelle A.5: Übersicht der Ergebnisse bisheriger Prämienanalysen

Autor(en)	Land	Transaktion	Stichproben- umfang	Untersuchungs- zeitraum	Vergleichskurs ^g	Übernahmeprämie
JENTSCH(2010)	Schweiz	öffentliche Übernahmeangebote	128	01.01.1998 bis 31.07.2010	Mindestpreis	22,35%
WENGER/ HECKER/ KNOESEL(1997)	Deutschland	B&G-Verträge	46	Jan 1983 bis Jun 1992	t=-2T	-37,14%
WENGER/ HECKER/ KNOESEL(1997)	Deutschland	Eingliederungen	33	1964 bis 1994	t=-2T t=-3M t=-1J t=-2J	oV: -24,27% mV:0,49% fA:18,13% ^h oV: -20,92% mV:5,49% fA:25,32% oV: -22,30% mV:11,88% fA:19,93% oV: -19,18% mV:9,55% fA:17,27%
HECKER(2000)	Deutschland	B&G-Verträge	63	1978 bis 1992	t=-2T t=-40T t=-1J t=-2J Ø 60T Ø 120T	zwischen -12,11% und -11,56% ⁱ zwischen -9,57% und -8,82% zwischen 5,87% und 8,51% zwischen 13,46% und 18,84% zwischen -10,26% und -9,56% zwischen -8,37% und -7,55%
AHLERS(2003)	Deutschland	Verschmelzungen	67	1966 bis 1999	t=-2T t=-2M t=-6M t=-1J t=-2J Ø 20T	zwischen -3,084% und -3,075% ^j zwischen -4,372% und -1,272% zwischen -2,312% und 2,774% zwischen -1,844% und 3,103% zwischen 3,378% und 8,989% zwischen -3,312% und -3,140%
HECKER/ KASERER(2003)	Deutschland	Squeeze-Out	55	01.01.2002 bis 31.12.2002	Ø 5-Tageskurs vor t=-2T Ø 5-Tageskurs vor t=-40T	17,04% 23,97%
SCHMITT/ MOLL(2007)	Deutschland	öffentliche Kaufangebote	182	01.10.1995 bis 31.12.2003	t=-2T t=-3M t=-1J Ø 20T Ø 60T	18,03% 27,12% 14,74% 20,56% 20,63%
BIMBERG(2009)	Deutschland	öffentliche Kaufangebote	88	01.01.2002 bis 31.03.2004	t=-2T t=-71T t=-1J t=-2J Ø 60T Ø 60T vor t=-71	E: 32,63% P:10,15% Ü:19,76% ^k E: 30,36% P:35,11% Ü:34,40% E: 4,89% P:6,96% Ü:6,18% E: -11,38% P:-19,40% Ü:-8,40% E: 28,13% P:17,82% Ü:30,39% E:28,99% P:25,51% Ü:39,26%
BRADLEY(1980)	USA	cash tender offers	161	Juli 1962 bis Dezember 1977	t=-41T	49%
NATHAN/ O'KEEFE(1989)	USA	Übernahmen	681	1963 bis 1985	t=-60T	1963-1973: CT:41% ST:32% CM:29% ^l 1974-1985: CT:75% ST:67% CM:70%
BETTON/ ECKBO(2000)	USA	Übernahmeangebote	1353	1971 bis 1990	t=-60T	single bid: 51,29% konkurrierende Angebote: 73,93%
BETTON/ECKBO/ THORBURN(2008)	USA	konkurrierende Angebote	4889	1980 bis 2002	t=-42T	48%
GONDALEKAR/ SANT/ FERRIS(2004)	USA	Barangebote	703	1973 bis 1999	t=-40T	53%
DAVIDSON/ CHENG(1997)	USA	Übernahmen	219	1981 bis 1987	t=-1T	38%
FLANAGAN/ O'SHAUGH- NESSY(2003)	USA	Übernahmen	285	1986 bis 1995	t=-4W	52,28%
COTTER/ ZENNER(1994)	USA	Übernahmeangebote	141	1988 bis 1991	t=-30T	60% (bezogen auf den Tag der ersten Gerüchte) 52% (bezogen auf den Ankündigungstag)

^g T=Tag, W=Woche, M=Monat, J=Jahr, Ø=Durchschnittskurs.

^h oV: ohne Vorvertrag, mV: mit Vorvertrag, fA: freiwillige Abfindungsangebote.

ⁱ In Abhängigkeit der gewählten Bereinigungsmethode bzw. Verzinsungsannahme.

^j In Abhängigkeit der gewählten Bereinigungsmethode bzw. Verzinsungsannahme.

^k E: Erwerbsangebote, P: Pflichtangebote, Ü: Übernahmeangebote; die Ergebnisse beziehen sich auf die Kursbereinigung nach der Methode der Opération blanche.

^l CT: cash tender, ST: stock tender, CM: cash merger.

(Fortsetzung Tabelle A.5: Übersicht der Ergebnisse bisheriger Prämienanalysen)

Autor(en)	Land	Transaktion	Stichproben- umfang	Untersuchungs- zeitraum	Vergleichskurs ^m	Übernahmeprämie
OFFICER(2003)	USA	Übernahmen	2212	1998 bis 2000	t=-43T	55,1%
SUBRA- MANIAN(2004)	USA	freeze-outs	99	2001 bis 2004	t=-1T t=-1W t=-4W	48,7% 51,6% 47,3%
AKBULUT/ MATSUSAKA(2010)	USA	Übernahmen	4764	1950 bis 2006	t=-1T	nicht bereits verbunden:52% schon verbunden: 55%
DOBBS/ GOEDHART/ SUONIO(2007)	weltweit	Übernahmen	1000	1997 bis 2006	t=-1W	1990er: 30% (Median) 2006: 20% (Median)
CAO(2008)	weltweit	Übernahmen	5305	1995 bis 2007	t=-1T t=-1T t=-1W t=-1W t=-1M t=-1M	LBOs: 17,25% sonstige M&As: 23,62% LBOs: 22,25% sonstige M&As: 29,84% LBOs: 28,19% sonstige M&As: 37,65%
JACKSON/ MIYAJIMA(2007)	Japan, Deutschland, Frankreich, UK, USA	Übernahmen	k.A.	1991 bis 2005	t=-4W	1991-1999: J:-2,1% D:18,3% F:30,6% UK:35,1% USA:58,1% 2000-2005: J:1,78% D:24,1% F:22,3% UK:34,4% USA:40,8%
DOMBRET(2006)	Deutschland, Frankreich, UK, USA	Übernahmen	5698	1996 bis 2004	t=-1T t=-4W	D:16,11% F:17,55% UK:30,06% USA:25,82% D:24,77% F:24,09% UK:35,76% USA:36,03%
J.P.MORGAN(2008)	weltweit	Übernahmen	8887	1995 bis 2008	t=-1T t=-1W	Europa: 23,4% (Median) USA: 25,07% (Median) Europa: 29,45% (Median) USA: 33,96% (Median)

^m T=Tag, W=Woche, M=Monat, J=Jahr, Ø=Durchschnittskurs.

Tabellen A.6: Übernahmeprämien im Jahresvergleichⁿ

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	14,37%	14,37%	0	15,80%	15,80%	0	11,99%	11,99%	0	7,53%	7,53%	1
1999	10	47,08%	33,45%	0	49,00%	43,46%	0	45,56%	36,17%	0	41,95%	27,87%	0
2000	7	22,73%	28,94%	1	13,53%	18,98%	2	12,61%	15,56%	2	9,93%	12,94%	3
2001	7	10,75%	11,29%	1	11,88%	8,89%	1	13,43%	12,15%	1	19,82%	10,93%	1
2002	7	0,18%	6,19%	2	4,88%	11,27%	2	11,12%	17,88%	1	16,10%	12,71%	1
2003	11	7,70%	-0,15%	6	19,33%	11,26%	2	21,26%	16,63%	1	20,57%	18,02%	2
2004	10	24,21%	23,39%	1	18,61%	15,94%	1	16,08%	12,73%	2	9,85%	9,00%	3
2005	13	21,74%	17,65%	3	20,29%	21,76%	2	20,65%	16,67%	4	17,82%	12,17%	3
2006	10	12,39%	17,49%	2	7,95%	9,98%	3	7,24%	10,19%	3	6,21%	7,44%	2
2007	13	30,17%	34,84%	1	24,86%	30,87%	1	22,66%	25,72%	2	18,63%	20,82%	1
2008	10	1,54%	3,81%	4	9,92%	6,24%	4	17,49%	4,46%	3	21,00%	3,02%	4
Ø Gesamt	100	18,76%	17,78%	21	18,98%	18,49%	18	19,45%	16,58%	19	18,25%	14,86%	21

Tab A.6.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	14,37%	14,37%	0	15,80%	15,80%	0	11,99%	11,99%	0	7,53%	7,53%	1
1999	7	35,42%	32,29%	0	34,92%	42,89%	0	30,53%	33,09%	0	25,87%	27,26%	0
2000	5	12,55%	26,38%	1	2,32%	0,91%	2	1,88%	1,69%	2	-0,14%	-1,03%	3
2001	5	16,24%	14,24%	0	18,55%	22,62%	0	21,16%	13,33%	0	24,38%	14,86%	0
2002	4	-0,95%	16,98%	1	2,33%	15,85%	1	8,14%	21,12%	1	15,89%	21,23%	1
2003	11	7,70%	-0,15%	6	19,33%	11,26%	2	21,26%	16,63%	1	20,57%	18,02%	2
2004	5	20,93%	18,40%	0	14,97%	14,83%	0	12,37%	13,60%	0	8,90%	12,18%	1
2005	9	20,08%	10,15%	3	18,27%	16,59%	2	18,09%	15,78%	4	14,37%	12,08%	3
2006	9	18,08%	17,90%	1	12,45%	10,48%	2	11,77%	11,72%	2	10,66%	10,28%	1
2007	11	31,26%	34,84%	0	27,10%	30,87%	0	25,53%	26,27%	1	21,15%	21,53%	1
2008	9	4,34%	5,24%	3	13,49%	8,89%	3	21,54%	4,50%	2	25,06%	5,76%	3
Ø Gesamt	77	17,47%	17,90%	15	17,86%	18,34%	12	18,53%	16,63%	13	17,34%	14,86%	16

Tab A.6.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

ⁿ Sofern bei den folgenden Tabellen die Rede von „Vollzug“ ist, wird für die Prämienberechnung der Angebotspreis am Vollzugsdatum zugrunde gelegt. Die Bezeichnung „Wert“ bedeutet die Zugrundelegung des Wertes des Angebots am Ankündigungstag. Bei der zusätzlichen Bezeichnung „liquide“ wurden diejenigen Unternehmen ausgeschlossen, deren Aktien als illiquide einzustufen sind.

(Fortsetzung Tabellen A.6: Übernahmeprämien im Jahresvergleich)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	9,90%	9,90%	0	10,95%	10,95%	0	7,33%	7,33%	0	3,02%	3,02%	1
1999	9	45,29%	34,61%	1	45,50%	42,89%	1	42,68%	33,09%	1	38,58%	27,26%	1
2000	7	22,18%	26,38%	1	13,09%	18,98%	3	12,18%	15,56%	3	9,45%	12,94%	3
2001	6	12,85%	12,76%	0	14,61%	12,04%	0	16,68%	9,34%	0	18,74%	10,93%	2
2002	6	-6,17%	-0,89%	3	-0,87%	-2,06%	3	6,13%	9,18%	2	15,25%	13,82%	1
2003	10	-0,89%	-3,05%	7	12,63%	9,31%	2	15,17%	8,99%	1	14,48%	12,20%	3
2004	7	29,90%	30,63%	1	22,07%	17,05%	1	17,78%	11,86%	2	9,71%	5,81%	3
2005	13	13,34%	10,15%	3	12,39%	10,13%	3	12,80%	8,07%	5	10,29%	2,63%	4
2006	9	12,60%	17,90%	2	7,57%	9,48%	3	6,69%	8,66%	3	5,51%	4,60%	2
2007	12	22,35%	19,59%	1	17,45%	17,52%	2	15,25%	13,31%	3	11,14%	7,47%	2
2008	7	4,87%	5,24%	2	16,56%	8,89%	3	26,83%	4,42%	2	31,09%	0,28%	2
Ø Gesamt	88	16,05%	12,26%	21	16,37%	15,01%	21	16,98%	11,58%	22	15,58%	9,76%	24

Tab A.6.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	9,90%	9,90%	0	10,95%	10,95%	0	7,33%	7,33%	0	3,02%	3,02%	1
1999	6	35,94%	31,87%	0	32,79%	36,46%	0	29,07%	26,47%	0	23,36%	26,25%	0
2000	5	11,91%	25,65%	1	1,82%	-1,66%	3	1,38%	-0,90%	3	-0,71%	-1,03%	3
2001	5	14,67%	14,24%	0	17,06%	15,19%	0	19,80%	13,33%	0	23,09%	14,86%	1
2002	3	-10,62%	-7,97%	2	-6,26%	-15,52%	2	0,86%	-12,77%	2	17,85%	28,50%	1
2003	10	-0,89%	-3,05%	7	12,63%	9,31%	2	15,17%	8,99%	1	14,48%	12,20%	3
2004	2	35,94%	35,94%	0	21,60%	21,60%	0	12,76%	12,76%	0	6,99%	6,99%	1
2005	9	13,92%	10,15%	3	12,36%	10,13%	3	11,30%	8,07%	5	8,48%	2,63%	4
2006	8	19,02%	19,33%	1	12,59%	9,98%	2	11,73%	10,19%	2	10,43%	7,44%	1
2007	10	21,99%	19,59%	0	18,43%	17,52%	1	16,93%	13,31%	2	12,41%	7,47%	2
2008	7	4,87%	5,24%	2	16,56%	8,89%	3	26,83%	4,42%	2	31,09%	0,28%	2
Ø Gesamt	67	13,74%	13,08%	16	14,31%	14,83%	15	15,19%	11,44%	16	14,28%	9,25%	18

Tab A.6.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.6: Übernahmeprämien im Jahresvergleich)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	12,86%	12,86%	0	12,86%	12,86%	0	9,46%	9,46%	0	5,48%	5,48%	1
1999	10	41,37%	29,20%	0	47,89%	39,85%	0	44,18%	32,40%	0	42,62%	25,66%	0
2000	7	21,93%	26,76%	1	12,95%	17,41%	2	12,82%	16,03%	2	9,87%	12,32%	3
2001	7	7,88%	8,34%	1	9,97%	6,69%	1	14,07%	11,18%	2	19,03%	11,02%	1
2002	7	1,23%	7,22%	2	4,79%	13,55%	2	10,63%	17,01%	1	15,30%	12,47%	1
2003	11	7,68%	-3,90%	6	20,38%	12,11%	2	20,49%	16,33%	1	20,37%	17,79%	2
2004	10	16,21%	15,26%	1	10,99%	10,70%	3	8,52%	7,35%	3	6,57%	3,21%	3
2005	13	20,39%	22,38%	4	19,56%	17,49%	3	19,06%	15,06%	3	16,75%	11,40%	3
2006	10	11,87%	16,03%	2	7,29%	10,04%	3	6,86%	9,78%	3	5,75%	6,69%	2
2007	13	26,77%	30,95%	1	22,60%	27,87%	1	20,13%	22,16%	2	17,80%	20,27%	1
2008	10	2,89%	2,76%	4	9,74%	4,29%	4	17,50%	3,15%	3	19,26%	3,75%	3
Ø Gesamt	100	16,64%	14,76%	22	17,51%	17,34%	21	17,87%	14,87%	20	17,34%	12,51%	20

Tab A.6.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	12,86%	12,86%	0	12,86%	12,86%	0	9,46%	9,46%	0	5,48%	5,48%	1
1999	7	28,12%	28,92%	0	32,78%	38,26%	0	28,26%	26,85%	0	26,22%	25,60%	0
2000	5	11,83%	25,98%	1	1,39%	0,47%	2	1,77%	1,03%	2	-0,16%	-0,46%	3
2001	5	16,24%	12,07%	0	18,55%	14,55%	0	21,16%	13,74%	0	24,38%	14,78%	0
2002	4	0,08%	17,27%	1	2,46%	16,34%	1	7,29%	20,77%	1	14,11%	20,94%	1
2003	11	7,68%	-3,90%	6	20,38%	12,11%	2	20,49%	16,33%	1	20,37%	17,79%	2
2004	5	18,05%	17,44%	0	13,15%	12,44%	1	11,71%	13,27%	0	9,54%	12,25%	0
2005	9	17,29%	10,49%	4	15,74%	17,27%	3	15,85%	14,68%	3	13,04%	10,15%	3
2006	9	17,05%	16,95%	1	11,69%	10,86%	2	11,25%	12,55%	2	10,15%	10,23%	1
2007	11	30,16%	33,60%	0	25,57%	29,04%	0	23,20%	23,67%	1	20,09%	21,36%	1
2008	9	5,75%	3,65%	3	13,08%	5,77%	3	21,39%	4,04%	2	23,02%	5,35%	2
Ø Gesamt	77	15,90%	14,40%	16	16,75%	17,41%	14	17,47%	15,74%	12	16,62%	13,26%	14

Tab A.6.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.6: Übernahmeprämien im Jahresvergleich)

	Ø 12 Monate			Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	8,55%	8,55%	0	8,18%	8,18%	0	4,92%	4,92%	0	1,09%	1,09%	1
1999	9	39,31%	29,48%	1	44,81%	38,26%	1	41,11%	26,85%	1	39,29%	25,60%	1
2000	7	21,37%	26,76%	1	12,51%	17,41%	3	12,39%	16,03%	3	9,39%	12,32%	3
2001	6	9,30%	10,21%	0	12,36%	7,15%	0	17,37%	9,09%	1	17,95%	11,02%	2
2002	6	-5,26%	0,72%	3	-1,23%	-2,39%	3	5,48%	9,40%	2	13,91%	14,61%	1
2003	10	-0,93%	-3,91%	7	13,63%	9,56%	2	14,33%	10,03%	1	14,24%	10,94%	3
2004	7	18,77%	18,86%	1	11,28%	8,96%	2	6,96%	2,22%	3	5,04%	0,84%	3
2005	13	12,10%	10,49%	5	11,81%	4,42%	4	11,40%	3,83%	4	9,34%	9,01%	5
2006	9	12,02%	15,12%	2	6,84%	9,22%	3	6,29%	7,01%	3	5,02%	3,14%	2
2007	12	18,67%	16,20%	1	15,08%	15,90%	2	12,61%	9,37%	2	10,28%	7,11%	2
2008	7	6,72%	3,65%	2	16,12%	5,77%	3	26,70%	2,26%	2	28,53%	2,15%	1
Ø Gesamt	88	13,68%	10,71%	23	14,75%	10,57%	23	15,21%	9,40%	22	14,55%	8,43%	24

Tab A.6.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate			Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	8,55%	8,55%	0	8,18%	8,18%	0	4,92%	4,92%	0	1,09%	1,09%	1
1999	6	27,98%	27,91%	0	31,10%	31,34%	0	26,44%	24,29%	0	23,84%	23,12%	0
2000	5	11,18%	22,77%	1	0,87%	-2,09%	3	1,26%	-1,54%	3	-0,72%	-0,46%	3
2001	5	11,12%	12,07%	0	14,71%	7,61%	0	21,20%	13,74%	0	22,98%	14,78%	1
2002	3	-9,76%	-5,79%	2	-6,63%	-16,44%	2	-0,45%	-12,65%	2	14,66%	19,39%	1
2003	10	-0,93%	-3,91%	7	13,63%	9,56%	2	14,33%	10,03%	1	14,24%	10,94%	3
2004	2	29,76%	29,76%	0	17,40%	17,40%	0	11,06%	11,06%	0	8,65%	8,65%	0
2005	9	11,68%	10,49%	5	10,45%	2,76%	4	9,63%	0,71%	4	7,41%	9,01%	5
2006	8	17,86%	18,46%	1	11,74%	10,04%	2	11,16%	9,78%	2	9,88%	6,69%	1
2007	10	20,78%	16,20%	0	16,85%	15,90%	1	14,49%	10,46%	1	11,29%	7,11%	2
2008	7	6,72%	3,65%	2	16,12%	5,77%	3	26,70%	2,26%	2	28,53%	2,15%	1
Ø Gesamt	67	12,03%	12,07%	17	13,13%	10,86%	16	14,03%	10,37%	14	13,46%	9,01%	17

Tab A.6.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.6: Übernahmeprämien im Jahresvergleich)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	48,35%	48,35%	0	5,15%	5,15%	0	25,18%	25,18%	0	12,30%	12,30%	0	-0,34%	-0,34%	1
1999	8	37,98%	18,11%	1	38,48%	37,51%	0	37,92%	37,93%	0	28,17%	27,90%	0	19,38%	20,98%	0
2000	7	44,84%	52,39%	1	21,29%	27,10%	2	11,21%	13,54%	3	13,06%	19,73%	1	7,64%	13,21%	3
2001	7	9,83%	7,01%	2	14,48%	9,18%	1	12,07%	8,06%	1	15,63%	12,49%	1	22,66%	15,17%	1
2002	7	1,06%	-4,35%	4	0,85%	3,57%	2	12,08%	21,08%	1	11,76%	16,88%	1	15,12%	14,60%	1
2003	11	4,65%	-11,48%	7	12,18%	-1,66%	6	22,50%	14,01%	2	20,77%	16,88%	2	18,29%	12,41%	3
2004	9	32,57%	30,95%	2	22,44%	16,17%	2	18,09%	13,80%	0	32,28%	12,81%	3	-1,10%	1,25%	4
2005	13	25,44%	4,39%	5	23,57%	18,31%	3	24,19%	28,46%	3	19,81%	15,91%	3	13,61%	6,41%	5
2006	10	25,46%	30,71%	2	9,10%	13,68%	3	10,53%	15,48%	2	5,13%	7,74%	2	4,32%	6,06%	3
2007	13	47,66%	39,64%	0	32,63%	27,44%	1	27,92%	35,27%	2	21,08%	20,16%	1	14,05%	16,56%	2
2008	10	5,77%	-3,92%	6	-0,62%	3,47%	4	8,16%	5,35%	4	16,56%	3,94%	3	13,45%	2,04%	4
Ø Ges.	97	24,72%	23,28%	30	17,79%	15,43%	24	19,34%	18,30%	18	18,59%	14,62%	17	12,02%	10,72%	28

Tab A.6.9: Stichtag Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	48,35%	48,35%	0	5,15%	5,15%	0	25,18%	25,18%	0	12,30%	12,30%	0	-0,34%	-0,34%	1
1999	7	43,13%	24,35%	1	40,54%	38,98%	0	40,43%	49,01%	0	29,38%	31,36%	0	18,95%	19,60%	0
2000	5	42,64%	52,39%	1	10,84%	20,73%	2	-0,76%	-9,30%	3	5,50%	9,54%	1	-3,33%	-3,72%	3
2001	5	12,71%	7,01%	1	21,64%	21,29%	0	17,61%	19,65%	0	18,76%	12,82%	0	28,12%	16,88%	0
2002	4	3,76%	4,50%	2	-1,84%	15,83%	1	5,01%	19,69%	1	10,86%	21,53%	1	12,56%	19,23%	1
2003	11	4,65%	-11,48%	7	12,18%	-1,66%	6	22,50%	14,01%	2	20,77%	16,88%	2	18,29%	12,41%	3
2004	5	42,22%	30,95%	0	21,02%	16,17%	1	14,51%	15,79%	0	10,32%	12,81%	1	4,29%	2,72%	1
2005	9	27,46%	4,39%	3	19,47%	15,43%	2	20,62%	20,52%	3	17,04%	13,32%	3	9,45%	3,31%	4
2006	9	33,62%	37,70%	1	14,56%	16,75%	2	15,47%	17,99%	1	9,81%	8,34%	1	8,56%	8,32%	2
2007	11	46,54%	39,64%	0	29,01%	27,44%	0	29,99%	35,27%	1	24,27%	20,63%	0	16,02%	18,33%	1
2008	9	8,91%	-3,43%	5	2,32%	3,95%	3	11,94%	8,58%	3	20,79%	5,92%	2	16,79%	3,69%	3
Ø Ges.	77	27,20%	24,77%	21	17,33%	15,43%	17	19,74%	18,30%	14	17,80%	16,88%	11	13,22%	10,98%	19

Tab A.6.10: Stichtag Vollzug, liquide

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	43,49%	43,49%	0	1,00%	1,00%	1	19,93%	19,93%	0	7,58%	7,58%	0	-4,47%	-4,47%	2
1999	7	36,20%	11,94%	2	34,27%	39,07%	1	31,13%	26,95%	1	22,00%	24,51%	1	12,65%	10,69%	1
2000	7	44,29%	52,46%	1	20,83%	27,15%	2	10,98%	13,59%	3	12,63%	16,73%	1	7,13%	13,21%	3
2001	6	11,00%	9,32%	1	16,91%	15,30%	0	14,88%	10,31%	0	14,57%	10,42%	0	21,63%	16,03%	2
2002	6	-3,08%	-1,49%	3	-5,57%	-2,45%	3	6,31%	15,53%	2	7,72%	8,43%	2	14,09%	15,72%	1
2003	10	-8,21%	-15,63%	8	3,27%	-2,64%	7	17,05%	9,07%	3	15,00%	9,37%	3	11,87%	1,38%	4
2004	6	39,13%	44,02%	2	28,86%	31,46%	1	22,57%	14,89%	0	43,24%	6,43%	3	-7,16%	-1,06%	4
2005	13	15,69%	4,45%	5	15,73%	8,72%	4	16,31%	16,81%	4	12,01%	9,21%	4	6,55%	3,31%	6
2006	9	27,40%	41,12%	2	9,03%	10,70%	3	10,37%	13,06%	2	4,49%	7,23%	2	3,29%	3,80%	3
2007	12	38,39%	33,97%	1	26,08%	19,60%	1	20,86%	18,96%	3	13,69%	7,50%	1	6,60%	4,07%	3
2008	7	10,32%	-3,36%	4	2,50%	4,02%	2	15,27%	10,56%	3	25,58%	2,07%	2	20,81%	0,39%	3
Ø Ges.	85	21,58%	17,20%	29	15,03%	9,35%	25	16,83%	13,86%	21	15,77%	9,59%	19	8,93%	3,80%	32

Tab A.6.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	43,49%	43,49%	0	1,00%	1,00%	1	19,93%	19,93%	0	7,58%	7,58%	0	-4,47%	-4,47%	2
1999	6	46,36%	34,87%	1	41,39%	48,39%	0	38,18%	38,03%	0	27,62%	27,97%	0	16,39%	15,14%	0
2000	5	41,84%	52,46%	1	10,17%	17,70%	2	-1,11%	-11,57%	3	4,87%	9,59%	1	-4,04%	-3,72%	3
2001	5	10,89%	7,08%	1	20,06%	21,35%	0	16,23%	12,48%	0	17,47%	12,85%	0	26,88%	16,88%	1
2002	3	-0,94%	19,40%	1	-11,85%	-8,67%	2	-5,11%	-16,98%	2	5,92%	-10,72%	2	13,38%	21,72%	1
2003	10	-8,21%	-15,63%	8	3,27%	-2,64%	7	17,05%	9,07%	3	15,00%	9,37%	3	11,87%	1,38%	4
2004	2	76,22%	76,22%	0	38,00%	38,00%	0	22,48%	22,48%	0	10,10%	10,10%	1	-5,78%	-5,78%	1
2005	9	17,07%	4,45%	3	11,53%	8,72%	2	12,64%	16,81%	3	9,13%	9,21%	3	2,50%	3,31%	4
2006	8	36,82%	42,51%	1	15,16%	13,75%	2	15,91%	15,55%	1	9,67%	9,05%	1	7,93%	6,06%	2
2007	10	35,27%	33,97%	1	20,75%	19,60%	0	21,71%	18,96%	2	15,70%	9,07%	0	7,27%	4,07%	2
2008	7	10,32%	-3,36%	4	2,50%	4,02%	2	15,27%	10,56%	3	25,58%	2,07%	2	20,81%	0,39%	3
Ø Ges.	67	23,43%	23,09%	21	13,80%	10,70%	18	16,56%	14,30%	17	14,57%	10,86%	13	9,78%	3,80%	23

Tab A.6.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.7: Übernahmeprämien im Jahresvergleich, ohne konkurrierende Angebote

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	14,37%	14,37%	0	15,80%	15,80%	0	11,99%	11,99%	0	7,53%	7,53%	1
1999	10	47,08%	33,45%	0	49,00%	43,46%	0	45,56%	36,17%	0	41,95%	27,87%	0
2000	6	17,70%	27,66%	1	8,02%	9,94%	2	7,76%	8,63%	2	7,00%	5,96%	3
2001	6	7,67%	9,69%	1	10,09%	8,57%	1	13,64%	9,03%	1	22,49%	14,86%	1
2002	6	-0,40%	11,56%	2	3,81%	13,98%	2	10,00%	16,86%	1	16,67%	19,41%	1
2003	9	-1,83%	-4,82%	6	14,45%	9,96%	2	17,78%	11,44%	1	17,72%	15,14%	2
2004	10	24,21%	23,39%	1	18,61%	15,94%	1	16,08%	12,73%	2	9,85%	9,00%	3
2005	11	13,58%	10,15%	3	13,68%	16,59%	2	13,95%	15,78%	4	12,54%	12,08%	3
2006	10	12,39%	17,49%	2	7,95%	9,98%	3	7,24%	10,19%	3	6,21%	7,44%	2
2007	11	28,58%	34,84%	1	22,26%	30,87%	1	20,13%	25,72%	2	16,03%	18,49%	1
2008	10	1,54%	3,81%	4	9,92%	6,24%	4	17,49%	4,46%	3	21,00%	3,02%	4
Ø Gesamt	91	16,24%	15,67%	21	16,96%	16,88%	18	17,70%	14,62%	19	17,04%	12,56%	21

Tab A.7.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	14,37%	14,37%	0	15,80%	15,80%	0	11,99%	11,99%	0	7,53%	7,53%	1
1999	7	35,42%	32,29%	0	34,92%	42,89%	0	30,53%	33,09%	0	25,87%	27,26%	0
2000	4	5,60%	13,44%	0,25	-8,16%	-7,47%	0,5	-7,61%	-3,54%	0,5	-7,09%	-1,76%	1
2001	4	12,99%	12,76%	0	17,53%	17,52%	0	23,41%	23,37%	0	28,87%	23,09%	0
2002	3	-2,49%	30,33%	1	-0,65%	20,44%	1	4,90%	24,36%	1	16,95%	29,75%	1
2003	9	-1,83%	-4,82%	6	14,45%	9,96%	2	17,78%	11,44%	1	17,72%	15,14%	2
2004	5	20,93%	18,40%	0	14,97%	14,83%	0	12,37%	13,60%	0	8,90%	12,18%	1
2005	7	6,78%	0,60%	3	7,30%	2,23%	2	6,83%	-0,40%	4	5,10%	2,63%	3
2006	9	18,08%	17,90%	1	12,45%	10,48%	2	11,77%	11,72%	2	10,66%	10,28%	1
2007	9	29,56%	34,84%	0	24,42%	30,87%	0	23,07%	26,27%	1	18,53%	20,82%	1
2008	9	4,34%	5,24%	3	13,49%	8,89%	3	21,54%	4,50%	2	25,06%	5,76%	3
Ø Gesamt	68	13,93%	13,82%	15	15,01%	15,71%	12	16,07%	14,11%	13	15,62%	12,56%	16

Tab A.7.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.7: Übernahmeprämien im Jahresvergleich, ohne konkurrierende Angebote)

	Ø 12 Monate			Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	9,90%	9,90%	0	10,95%	10,95%	0	7,33%	7,33%	0	3,02%	3,02%	1
1999	9	45,29%	34,61%	1	45,50%	42,89%	1	42,68%	33,09%	1	38,58%	27,26%	1
2000	6	16,36%	26,02%	1	6,84%	8,66%	3	6,60%	7,33%	3	5,85%	5,96%	3
2001	5	11,14%	11,29%	0	14,49%	8,89%	0	18,95%	13,33%	0	22,49%	14,86%	1
2002	6	-6,17%	-0,89%	3	-0,87%	-2,06%	3	6,13%	9,18%	2	15,25%	13,82%	1
2003	9	-3,10%	-4,82%	7	13,07%	9,96%	2	16,40%	11,44%	1	16,32%	15,14%	2
2004	7	29,90%	30,63%	1	22,07%	17,05%	1	17,78%	11,86%	2	9,71%	5,81%	3
2005	11	9,20%	2,61%	3	9,46%	3,02%	3	9,81%	4,01%	5	8,49%	1,89%	4
2006	9	12,60%	17,90%	2	7,57%	9,48%	3	6,69%	8,66%	3	5,51%	4,60%	2
2007	11	23,52%	20,03%	1	17,58%	19,08%	2	15,45%	13,59%	3	11,44%	7,06%	2
2008	7	4,87%	5,24%	2	16,56%	8,89%	3	26,83%	4,42%	2	31,09%	0,28%	2
Ø Gesamt	82	15,04%	10,72%	21	15,77%	11,44%	21	16,68%	11,27%	22	15,78%	9,76%	22

Tab A.7.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate			Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	9,90%	9,90%	0	10,95%	10,95%	0	7,33%	7,33%	0	3,02%	3,02%	1
1999	6	35,94%	31,87%	0	32,79%	36,46%	0	29,07%	26,47%	0	23,36%	26,25%	0
2000	4	3,59%	13,07%	1	-9,93%	-8,76%	3	-9,35%	-4,83%	3	-8,82%	-3,00%	3
2001	4	12,99%	12,76%	0	17,53%	17,52%	0	23,41%	23,37%	0	28,87%	23,09%	0
2002	3	-10,62%	-7,97%	2	-6,26%	-15,52%	2	0,86%	-12,77%	2	17,85%	28,50%	1
2003	9	-3,10%	-4,82%	7	13,07%	9,96%	2	16,40%	11,44%	1	16,32%	15,14%	2
2004	2	35,94%	35,94%	0	21,60%	21,60%	0	12,76%	12,76%	0	6,99%	6,99%	1
2005	7	8,99%	0,60%	3	8,77%	2,23%	3	7,31%	-0,40%	5	5,88%	0,69%	4
2006	8	19,02%	19,33%	1	12,59%	9,98%	2	11,73%	10,19%	2	10,43%	7,44%	1
2007	9	23,38%	20,03%	0	18,70%	19,08%	1	17,36%	13,59%	2	12,92%	7,06%	2
2008	7	4,87%	5,24%	2	16,56%	8,89%	3	26,83%	4,42%	2	31,09%	0,28%	2
Ø Gesamt	61	12,16%	11,29%	16	13,30%	11,26%	15	14,61%	11,11%	16	14,42%	9,25%	16

Tab A.7.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.7: Übernahmeprämien im Jahresvergleich, ohne konkurrierende Angebote)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	12,86%	12,86%	0	12,86%	12,86%	0	9,46%	9,46%	0	5,48%	5,48%	1
1999	10	41,37%	29,20%	0	47,89%	39,85%	0	44,18%	32,40%	0	42,62%	25,66%	0
2000	6	17,44%	26,37%	1	7,80%	8,94%	2	8,09%	8,53%	2	6,77%	5,93%	3
2001	6	5,43%	7,65%	1	9,21%	6,52%	1	14,56%	8,80%	2	21,58%	14,78%	1
2002	6	0,69%	13,86%	2	3,34%	13,65%	2	9,57%	17,13%	1	15,81%	20,21%	1
2003	9	-1,87%	-3,93%	6	15,39%	8,83%	2	16,98%	11,32%	1	17,52%	15,27%	2
2004	10	16,21%	15,26%	1	10,99%	10,70%	3	8,52%	7,35%	3	6,57%	3,21%	3
2005	11	12,47%	10,49%	4	13,40%	17,27%	3	12,88%	14,68%	3	11,77%	10,15%	3
2006	10	11,87%	16,03%	2	7,29%	10,04%	3	6,86%	9,78%	3	5,75%	6,69%	2
2007	11	24,84%	19,97%	1	19,69%	27,87%	1	17,45%	22,16%	2	15,12%	18,25%	1
2008	10	2,89%	2,76%	4	9,74%	4,29%	4	17,50%	3,15%	3	19,26%	3,75%	3
Ø Gesamt	91	14,11%	13,08%	22	15,49%	12,70%	21	16,15%	13,27%	20	16,11%	12,29%	20

Tab A.7.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	12,86%	12,86%	0	12,86%	12,86%	0	9,46%	9,46%	0	5,48%	5,48%	1
1999	7	28,12%	28,92%	0	32,78%	38,26%	0	28,26%	26,85%	0	26,22%	25,60%	0
2000	4	5,52%	14,21%	1	-8,88%	-8,20%	2	-7,65%	-3,72%	2	-7,36%	-1,89%	3
2001	4	10,12%	10,21%	0	16,49%	15,79%	0	25,39%	23,18%	0	28,76%	21,78%	0
2002	3	-1,38%	30,08%	1	-1,24%	19,13%	1	4,05%	24,52%	1	14,72%	29,63%	1
2003	9	-1,87%	-3,93%	6	15,39%	8,83%	2	16,98%	11,32%	1	17,52%	15,27%	2
2004	5	18,05%	17,44%	0	13,15%	12,44%	1	11,71%	13,27%	0	9,54%	12,25%	0
2005	7	3,97%	-1,12%	4	4,95%	0,61%	3	5,21%	0,71%	3	4,15%	9,01%	3
2006	9	17,05%	16,95%	1	11,69%	10,86%	2	11,25%	12,55%	2	10,15%	10,23%	1
2007	9	28,56%	33,60%	0	22,68%	29,04%	0	20,62%	23,67%	1	17,32%	20,27%	1
2008	9	5,75%	3,65%	3	13,08%	5,77%	3	21,39%	4,04%	2	23,02%	5,35%	2
Ø Gesamt	68	12,42%	13,07%	16	13,94%	12,57%	14	15,10%	14,18%	12	14,90%	12,29%	14

Tab A.7.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.7: Übernahmeprämien im Jahresvergleich, ohne konkurrierende Angebote)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	8,55%	8,55%	0	8,18%	8,18%	0	4,92%	4,92%	0	1,09%	1,09%	1
1999	9	39,31%	29,48%	1	44,81%	38,26%	1	41,11%	26,85%	1	39,29%	25,60%	1
2000	6	16,11%	24,77%	1	6,62%	7,66%	3	6,94%	7,25%	3	5,62%	5,93%	3
2001	5	8,14%	8,34%	0	13,32%	6,69%	0	19,96%	13,74%	1	21,58%	14,78%	1
2002	6	-5,26%	0,72%	3	-1,23%	-2,39%	3	5,48%	9,40%	2	13,91%	14,61%	1
2003	9	-3,12%	-3,93%	7	14,00%	8,83%	2	15,59%	11,32%	1	16,11%	15,27%	2
2004	7	18,77%	18,86%	1	11,28%	8,96%	2	6,96%	2,22%	3	5,04%	0,84%	3
2005	11	8,19%	6,50%	5	9,28%	2,76%	4	8,88%	0,71%	4	7,79%	1,25%	5
2006	9	12,02%	15,12%	2	6,84%	9,22%	3	6,29%	7,01%	3	5,02%	3,14%	2
2007	11	19,70%	17,99%	1	15,07%	16,59%	2	12,80%	8,37%	2	10,55%	6,83%	2
2008	7	6,72%	3,65%	2	16,12%	5,77%	3	26,70%	2,26%	2	28,53%	2,15%	1
Ø Gesamt	82	12,71%	10,30%	23	14,22%	9,09%	23	14,94%	8,91%	22	14,73%	8,43%	22

Tab A.7.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	8,55%	8,55%	0	8,18%	8,18%	0	4,92%	4,92%	0	1,09%	1,09%	1
1999	6	27,98%	27,91%	0	31,10%	31,34%	0	26,44%	24,29%	0	23,84%	23,12%	0
2000	4	3,53%	12,60%	1	-10,65%	-9,48%	3	-9,38%	-5,01%	3	-9,08%	-3,13%	3
2001	4	10,12%	10,21%	0	16,49%	15,79%	0	25,39%	23,18%	0	28,76%	21,78%	0
2002	3	-9,76%	-5,79%	2	-6,63%	-16,44%	2	-0,45%	-12,65%	2	14,66%	19,39%	1
2003	10	-0,93%	-3,93%	7	13,63%	8,83%	2	14,33%	11,32%	1	14,24%	15,27%	3
2004	2	29,76%	29,76%	0	17,40%	17,40%	0	11,06%	11,06%	0	8,65%	8,65%	0
2005	7	6,80%	-1,12%	5	7,07%	0,61%	4	6,16%	0,50%	4	5,09%	-1,26%	5
2006	8	17,86%	18,46%	1	11,74%	10,04%	2	11,16%	9,78%	2	9,88%	6,69%	1
2007	9	22,27%	17,99%	0	17,03%	16,59%	1	14,93%	10,37%	1	11,73%	6,83%	2
2008	7	6,72%	3,65%	2	16,12%	5,77%	3	26,70%	2,26%	2	28,53%	2,15%	1
Ø Gesamt	62	10,56%	10,65%	17	12,25%	9,22%	16	13,55%	8,74%	14	13,60%	9,01%	15

Tab A.7.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.7: Übernahmepremien im Jahresvergleich, ohne konkurrierende Angebote)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	48,35%	48,35%	0	5,15%	5,15%	0	25,18%	25,18%	0	12,30%	12,30%	0	-0,34%	-0,34%	1
1999	8	37,98%	18,11%	1	38,48%	37,51%	0	37,92%	37,93%	0	28,17%	27,90%	0	19,38%	20,98%	0
2000	6	40,35%	43,24%	1	17,55%	23,91%	2	3,77%	2,12%	3	9,68%	14,63%	1	5,77%	4,74%	3
2001	6	2,20%	3,88%	2	10,87%	6,97%	1	10,81%	6,85%	1	16,32%	12,82%	1	20,01%	16,03%	2
2002	6	3,87%	1,01%	3	0,74%	16,85%	2	10,58%	19,75%	1	10,91%	16,32%	1	15,85%	21,17%	1
2003	9	-17,23%	-16,95%	7	2,10%	-3,39%	6	19,82%	12,86%	2	18,39%	11,28%	2	15,36%	9,81%	3
2004	9	32,57%	30,95%	2	22,44%	16,17%	2	18,09%	13,80%	0	32,28%	12,81%	3	-1,10%	1,25%	4
2005	11	11,14%	1,17%	5	16,60%	15,43%	3	18,10%	20,52%	3	13,13%	13,32%	3	9,33%	3,31%	5
2006	10	25,46%	30,71%	2	9,10%	13,68%	3	10,53%	15,48%	2	5,13%	7,74%	2	4,32%	6,06%	3
2007	11	49,32%	39,64%	0	32,28%	27,44%	1	25,75%	35,27%	2	18,52%	16,89%	1	11,15%	14,75%	2
2008	10	5,77%	-3,92%	6	-0,62%	3,47%	4	8,16%	5,35%	4	16,56%	3,94%	3	13,45%	2,04%	4
Ø Ges.	88	20,39%	13,72%	29	15,19%	12,17%	24	17,22%	15,00%	18	16,97%	12,81%	17	10,63%	8,14%	28

Tab A.7.9: Stichtag Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	48,35%	48,35%	0	5,15%	5,15%	0	25,18%	25,18%	0	12,30%	12,30%	0	-0,34%	-0,34%	1
1999	7	43,13%	24,35%	1	40,54%	38,98%	0	40,43%	49,01%	0	29,38%	31,36%	0	18,95%	19,60%	0
2000	4	35,37%	43,24%	1	2,62%	8,05%	2	-14,91%	-16,51%	3	-1,46%	7,13%	1	-8,88%	-6,19%	3
2001	4	1,98%	3,88%	1	18,01%	15,23%	0	17,10%	17,42%	0	20,41%	18,55%	0	34,30%	22,83%	0
2002	3	10,26%	24,77%	1	-2,97%	30,13%	1	-0,34%	18,30%	1	8,85%	26,19%	1	13,17%	27,74%	1
2003	9	-17,23%	-16,95%	7	2,10%	-3,39%	6	19,82%	12,86%	2	18,39%	11,28%	2	15,36%	9,81%	3
2004	5	42,22%	30,95%	0	21,02%	16,17%	1	14,51%	15,79%	0	10,32%	12,81%	1	4,29%	2,72%	1
2005	7	5,57%	1,17%	3	7,35%	8,64%	2	10,04%	1,92%	3	5,76%	2,39%	3	1,53%	-3,67%	4
2006	9	33,62%	37,70%	1	14,56%	16,75%	2	15,47%	17,99%	1	9,81%	8,34%	1	8,56%	8,32%	2
2007	9	48,31%	39,64%	0	27,77%	27,44%	0	27,79%	35,27%	1	21,85%	20,63%	0	12,91%	16,56%	1
2008	9	8,91%	-3,43%	5	2,32%	3,95%	3	11,94%	8,58%	3	20,79%	5,92%	2	16,79%	3,69%	3
Ø Ges.	68	21,93%	23,14%	20	13,90%	12,17%	17	17,05%	15,00%	14	15,62%	12,81%	11	11,59%	9,06%	19

Tab A.7.10: Stichtag Vollzug, liquide

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	43,49%	43,49%	0	1,00%	1,00%	1	19,93%	19,93%	0	7,58%	7,58%	0	-4,47%	-4,47%	2
1999	7	36,20%	11,94%	2	34,27%	39,07%	1	31,13%	26,95%	1	22,00%	24,51%	1	12,65%	10,69%	1
2000	6	38,89%	43,31%	1	16,32%	22,43%	2	2,75%	1,01%	3	8,54%	13,16%	1	4,62%	4,74%	3
2001	5	3,94%	7,08%	1	14,69%	9,26%	0	15,36%	8,14%	0	16,39%	12,85%	0	26,52%	16,88%	1
2002	6	-3,08%	-1,49%	3	-5,57%	-2,45%	3	6,31%	15,53%	2	7,72%	8,43%	2	14,09%	15,72%	1
2003	9	-18,27%	-16,87%	8	0,79%	-3,29%	7	18,47%	12,90%	3	17,11%	11,36%	2	13,95%	2,29%	3
2004	6	39,13%	44,02%	2	28,86%	31,46%	1	22,57%	14,89%	0	43,24%	6,43%	3	-7,16%	-1,06%	4
2005	11	6,60%	1,23%	5	12,54%	8,20%	4	13,87%	7,26%	4	9,03%	6,13%	4	5,60%	-1,09%	6
2006	9	27,40%	41,12%	2	9,03%	10,70%	3	10,37%	13,06%	2	4,49%	7,23%	2	3,29%	3,80%	3
2007	11	42,47%	36,35%	0	27,45%	23,02%	1	21,20%	20,78%	3	13,81%	5,74%	1	6,85%	4,36%	3
2008	7	10,32%	-3,36%	4	2,50%	4,02%	2	15,27%	10,56%	3	25,58%	2,07%	2	20,81%	0,39%	3
Ø Ges.	79	19,04%	11,94%	28	13,91%	8,39%	25	16,16%	13,84%	21	15,60%	9,25%	18	9,10%	3,80%	30

Tab A.7.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
1998	2	43,49%	43,49%	0	1,00%	1,00%	1	19,93%	19,93%	0	7,58%	7,58%	0	-4,47%	-4,47%	2
1999	6	46,36%	34,87%	1	41,39%	48,39%	0	38,18%	38,03%	0	27,62%	27,97%	0	16,39%	15,14%	0
2000	4	33,13%	43,31%	1	0,74%	6,56%	2	-16,47%	-17,63%	3	-3,21%	7,18%	1	-10,60%	-7,35%	3
2001	4	2,03%	3,95%	1	18,07%	15,30%	0	17,17%	17,47%	0	20,48%	18,60%	0	34,30%	22,83%	0
2002	3	-0,94%	19,40%	1	-11,85%	-8,67%	2	-5,11%	-16,98%	2	5,92%	-10,72%	2	13,38%	21,72%	1
2003	9	-18,27%	-16,87%	8	0,79%	-3,29%	7	18,47%	12,90%	3	17,11%	11,36%	2	13,95%	2,29%	3
2004	2	76,22%	76,22%	0	38,00%	38,00%	0	22,48%	22,48%	0	10,10%	10,10%	1	-5,78%	-5,78%	1
2005	7	3,20%	1,23%	3	5,32%	8,20%	2	7,76%	1,98%	3	3,62%	2,47%	3	-0,15%	-3,67%	4
2006	8	36,82%	42,51%	1	15,16%	13,75%	2	15,91%	15,55%	1	9,67%	9,05%	1	7,93%	6,06%	2
2007	9	39,91%	36,35%	0	21,84%	23,02%	0	22,21%	20,78%	2	16,07%	5,74%	0	7,66%	4,36%	2
2008	7	10,32%	-3,36%	4	2,50%	4,02%	2	15,27%	10,56%	3	25,58%	2,07%	2	20,81%	0,39%	3
Ø Ges.	61	20,32%	19,40%	20	12,22%	8,72%	18	15,67%	13,86%	17	14,23%	9,59%	12	10,09%	3,80%	21

Tab A.7.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.8: Übernahmepremien illiquider Angebote

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
illiquide Angebote	23	23,08%	17,65%	6	22,72%	22,12%	6	22,53%	16,52%	6	21,42%	15,06%	5

Tab A.8.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
illiquide Angebote	21	23,41%	6,69%	5	22,94%	17,05%	6	22,69%	11,86%	6	19,72%	10,33%	6

Tab A.8.2: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
illiquide Angebote	23	19,11%	17,69%	6	20,07%	17,20%	7	19,22%	9,73%	8	19,85%	11,38%	6

Tab A.8.3: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
illiquide Angebote	21	18,94%	9,96%	6	19,92%	8,17%	7	18,99%	9,07%	8	18,00%	7,84%	7

Tab A.8.4: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
illiquide Angebote	20	15,15%	4,15%	9	19,57%	15,23%	7	17,80%	17,09%	4	21,79%	10,29%	6	7,37%	6,54%	9

Tab A.8.5: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
illiquide Angebote	18	14,69%	6,44%	8	19,61%	5,14%	7	17,81%	11,80%	4	20,25%	7,80%	6	5,77%	2,46%	9

Tab A.8.6: Stichtag, Wert

Tabellen A.9: Übernahmeprämien konkurrierender Angebote

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Erstes Angebot	9	44,23%	46,52%	0	39,40%	46,57%	0	37,09%	41,74%	0	30,34%	27,51%	0
Konkurrierendes Angebot	9	36,92%	40,30%	0	29,07%	32,46%	0	21,09%	18,20%	0	12,41%	6,60%	0

Tab A.9.1: Durchschnitt, Vollzug (alle liquide)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Erstes Angebot	6	29,86%	28,31%	0	24,58%	18,50%	0	21,10%	17,34%	0	12,87%	12,00%	2
Konkurrierendes Angebot	8	29,89%	31,17%	0	22,38%	21,31%	0	13,98%	14,53%	0	4,87%	5,31%	1

Tab A.9.2: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Erstes Angebot	9	42,18%	43,74%	0	37,97%	43,87%	0	35,31%	41,21%	0	29,64%	28,45%	0
Konkurrierendes Angebot	9	27,30%	26,00%	0	20,05%	19,31%	0	15,54%	13,80%	0	9,83%	6,40%	0

Tab A.9.3: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Erstes Angebot	6	26,92%	25,38%	0	22,05%	18,14%	0	18,92%	16,14%	0	12,04%	11,58%	2
Konkurrierendes Angebot	8	22,43%	22,17%	0	15,31%	15,28%	0	10,56%	12,16%	0	4,35%	3,86%	1

Tab A.9.4: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Erstes Angebot	9	67,01%	55,63%	1	43,28%	43,74%	0	40,08%	55,12%	0	34,31%	33,35%	0	25,59%	22,26%	0
Konkurrierendes Angebot	9	46,58%	47,19%	1	38,48%	46,22%	0	38,48%	46,22%	0	22,76%	18,50%	1	33,84%	38,23%	0

Tab A.9.5: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Erstes Angebot	6	55,02%	64,92%	1	29,83%	26,80%	0	25,61%	18,20%	0	17,98%	17,42%	1	6,64%	6,68%	2
Konkurrierendes Angebot	8	43,91%	44,42%	1	35,27%	37,57%	0	35,27%	37,57%	0	18,63%	9,54%	1	30,23%	21,20%	1

Tab A.9.6: Stichtag, Wert

Tabellen A.10: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Angebotsfrist

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	33	22,02%	20,77%	7	26,30%	26,81%	5	27,19%	25,72%	6	28,06%	22,29%	4
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	34	23,43%	19,59%	3	21,15%	21,10%	2	20,14%	18,34%	3	19,01%	15,82%	4
Gruppe 3 0% bis 35,06%	33	10,47%	6,16%	11	9,55%	7,93%	11	10,97%	4,79%	10	8,00%	4,60%	12

Tab A.10.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	25	19,44%	20,77%	4	24,00%	26,81%	2	25,25%	25,72%	3	24,86%	20,96%	3
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	25	26,02%	22,78%	2	23,23%	22,62%	1	22,65%	20,42%	1	21,70%	17,02%	1
Gruppe 3 0% bis 35,06%	27	7,47%	5,24%	9	7,36%	4,54%	9	8,46%	4,17%	9	6,42%	2,63%	11

Tab A.10.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	29	20,82%	20,42%	7	25,81%	26,81%	5	26,97%	26,27%	6	26,55%	23,62%	5
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	28	15,55%	17,63%	4	13,18%	11,44%	5	12,41%	11,42%	6	11,98%	9,08%	7
Gruppe 3 0% bis 35,06%	31	11,53%	6,72%	10	10,24%	7,93%	11	11,45%	4,79%	10	8,34%	4,60%	11

Tab A.10.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	22	18,90%	20,59%	4	24,21%	27,21%	1	25,71%	27,41%	2	25,23%	23,95%	2
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	19	15,75%	18,33%	3	12,73%	11,62%	4	12,64%	11,72%	4	12,77%	10,28%	4
Gruppe 3 0% bis 35,06%	26	7,30%	5,70%	9	6,88%	4,49%	10	7,78%	3,31%	10	5,85%	2,10%	11

Tab A.10.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.10: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Angebotsfrist)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	33	20,01%	17,89%	7	25,93%	24,89%	6	26,67%	23,67%	6	27,74%	22,86%	4
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	34	21,99%	19,25%	3	19,97%	17,92%	3	19,01%	15,70%	4	17,82%	14,13%	4
Gruppe 3 0% bis 35,06%	33	7,45%	6,71%	12	6,66%	5,09%	12	7,92%	3,87%	10	6,79%	3,14%	11

Tab A.10.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	25	16,84%	17,89%	4	23,28%	24,89%	3	24,38%	22,16%	3	24,34%	21,32%	3
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	25	24,08%	22,53%	2	21,51%	19,13%	2	21,26%	17,22%	1	20,20%	16,45%	1
Gruppe 3 0% bis 35,06%	27	7,07%	5,48%	10	6,42%	5,09%	9	7,58%	3,76%	8	6,21%	2,68%	9

Tab A.10.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	29	18,48%	17,83%	8	25,39%	24,89%	6	26,40%	23,67%	6	26,19%	20,27%	5
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	28	14,02%	11,95%	4	12,06%	9,75%	5	11,11%	10,14%	6	10,52%	8,77%	8
Gruppe 3 0% bis 35,06%	31	8,27%	6,71%	11	7,04%	5,09%	12	8,18%	3,87%	10	7,05%	3,14%	10

Tab A.10.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	22	15,96%	17,86%	4	23,39%	25,54%	2	24,77%	25,88%	2	24,65%	21,83%	2
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	19	13,56%	14,40%	3	10,93%	10,28%	4	10,90%	10,54%	3	10,78%	10,15%	5
Gruppe 3 0% bis 35,06%	26	6,86%	5,32%	10	5,83%	4,97%	10	6,91%	2,99%	9	5,67%	2,41%	9

Tab A.10.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.10: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Angebotsfrist)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	30	18,64%	11,27%	10	19,29%	19,19%	6	21,66%	25,64%	6	19,44%	20,63%	4	16,77%	19,58%	6
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	33	35,49%	26,97%	7	21,98%	18,31%	4	22,43%	18,30%	1	19,57%	16,88%	4	13,73%	10,98%	6
Gruppe 3 0% bis 35,06%	33	20,69%	14,08%	12	12,01%	8,13%	14	12,85%	12,72%	11	15,36%	7,15%	9	3,81%	0,97%	15

Tab A.10.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	24	22,26%	13,83%	8	22,64%	19,19%	3	25,13%	26,75%	3	21,50%	21,42%	2	19,41%	19,58%	3
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	25	43,04%	30,95%	3	23,94%	20,94%	2	24,19%	23,25%	1	22,52%	20,16%	1	15,25%	12,03%	2
Gruppe 3 0% bis 35,06%	27	18,52%	14,08%	9	6,81%	1,52%	12	9,27%	5,19%	11	8,28%	4,71%	8	3,23%	0,47%	13

Tab A.10.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	26	16,24%	9,54%	10	17,30%	11,63%	7	20,80%	25,83%	7	16,84%	21,50%	5	14,81%	14,95%	6
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	27	26,08%	20,61%	8	13,98%	10,97%	5	14,60%	12,90%	4	11,84%	10,86%	6	5,84%	3,78%	11
Gruppe 3 0% bis 35,06%	31	23,02%	17,20%	10	13,44%	8,20%	14	13,64%	12,81%	10	16,30%	7,23%	8	4,00%	0,47%	15

Tab A.10.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 73,94% bis 98,90%	21	21,47%	11,94%	8	22,35%	21,35%	3	25,94%	29,26%	3	21,50%	24,35%	1	18,90%	19,60%	2
Gruppe 2 37,27% bis 71,25%	19	32,45%	27,18%	4	13,76%	16,19%	3	14,20%	16,81%	4	12,99%	12,39%	4	5,11%	3,78%	7
Gruppe 3 0% bis 35,06%	26	19,54%	15,69%	8	6,15%	0,06%	13	8,56%	4,35%	10	7,68%	4,17%	8	2,65%	-0,76%	14

Tab A.10.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.11: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Nachfrist

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	33	22,48%	23,23%	7	24,61%	26,15%	6	25,58%	24,36%	6	26,28%	22,29%	3
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	32	22,45%	20,22%	5	22,70%	22,45%	3	22,36%	20,24%	3	20,66%	17,52%	3
Gruppe 3 0% bis 56,53%	33	12,57%	11,29%	8	11,03%	8,26%	8	11,38%	4,79%	10	8,94%	4,60%	11

Tab A.11.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	27	22,01%	23,82%	4	24,41%	26,81%	3	25,91%	25,72%	3	25,42%	23,62%	2
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	23	21,70%	20,03%	3	21,48%	21,76%	1	20,68%	20,05%	2	18,83%	17,02%	2
Gruppe 3 0% bis 56,53%	26	9,88%	10,72%	7	9,02%	8,09%	7	9,64%	4,76%	8	9,34%	3,66%	11

Tab A.11.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	28	19,97%	22,09%	8	22,90%	26,48%	6	24,10%	23,96%	6	23,57%	22,22%	5
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	27	18,64%	18,99%	5	19,21%	17,05%	4	18,84%	13,04%	4	17,99%	12,17%	4
Gruppe 3 0% bis 56,53%	31	11,24%	7,65%	7	9,20%	6,28%	10	9,73%	3,56%	12	6,97%	2,63%	14

Tab A.11.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	23	18,83%	22,78%	5	22,14%	26,81%	3	23,90%	26,27%	3	23,33%	23,62%	3
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	18	18,10%	19,07%	3	18,25%	17,30%	1	17,23%	14,30%	2	16,61%	12,55%	2
Gruppe 3 0% bis 56,53%	25	6,67%	7,62%	7	5,34%	4,54%	10	6,32%	2,46%	11	4,90%	0,20%	12

Tab A.11.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.11: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Nachfrist)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	33	20,72%	21,83%	7	24,10%	24,70%	6	25,14%	23,67%	6	25,97%	22,86%	3
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	32	20,79%	19,25%	5	21,61%	18,91%	5	20,97%	17,64%	3	19,53%	17,12%	3
Gruppe 3 0% bis 56,53%	33	9,47%	10,12%	9	8,16%	6,34%	9	8,35%	3,87%	11	7,69%	3,14%	13

Tab A.11.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	27	20,15%	22,53%	4	23,82%	24,89%	3	25,23%	23,67%	3	24,84%	23,39%	2
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	23	19,07%	17,83%	3	19,75%	18,58%	3	18,78%	17,22%	2	17,30%	16,45%	2
Gruppe 3 0% bis 56,53%	26	9,49%	9,76%	8	7,91%	6,50%	7	8,87%	4,22%	7	8,26%	4,87%	9

Tab A.11.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	28	17,86%	17,83%	8	22,35%	24,66%	6	23,61%	22,70%	6	23,20%	20,09%	5
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	27	16,80%	14,40%	6	17,91%	15,21%	5	17,29%	11,73%	4	16,63%	12,32%	5
Gruppe 3 0% bis 56,53%	31	7,99%	9,03%	8	6,26%	4,64%	11	6,45%	1,78%	12	5,64%	2,15%	13

Tab A.11.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	23	16,66%	17,89%	5	21,52%	24,89%	3	23,16%	23,67%	3	22,66%	20,27%	3
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	18	14,94%	16,12%	3	16,01%	13,96%	2	14,91%	12,80%	2	14,63%	11,24%	3
Gruppe 3 0% bis 56,53%	25	6,36%	8,34%	8	4,40%	4,64%	10	5,51%	1,78%	9	4,84%	2,15%	10

Tab A.11.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.11: Übernahmeprämien bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Nachfrist)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	32	21,48%	9,48%	11	22,00%	23,03%	7	21,47%	25,64%	6	21,67%	22,22%	4	18,28%	20,63%	5
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	30	26,88%	28,22%	9	19,14%	17,70%	5	25,00%	22,23%	2	18,80%	17,94%	2	14,94%	11,94%	5
Gruppe 3 0% bis 56,53%	32	24,24%	18,54%	10	13,59%	8,22%	11	12,77%	8,32%	9	15,96%	7,24%	11	3,93%	-0,41%	17

Tab A.11.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	27	24,45%	11,88%	9	24,89%	27,44%	4	25,41%	26,85%	3	24,71%	24,29%	2	21,52%	21,65%	2
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	22	30,39%	29,00%	5	18,96%	16,63%	2	24,51%	22,16%	2	18,98%	17,94%	1	14,12%	11,10%	3
Gruppe 3 0% bis 56,53%	26	24,77%	23,36%	7	9,09%	8,22%	10	10,55%	7,11%	8	9,91%	7,24%	8	5,18%	-0,09%	13

Tab A.11.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	27	16,88%	10,73%	11	19,20%	22,16%	8	19,73%	26,95%	7	18,14%	22,45%	5	15,45%	19,21%	6
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	25	22,12%	20,61%	9	14,92%	12,62%	6	21,47%	17,15%	3	14,96%	11,67%	4	11,10%	5,10%	7
Gruppe 3 0% bis 56,53%	30	23,23%	18,63%	9	12,45%	5,65%	10	11,01%	6,05%	10	14,60%	5,22%	10	1,92%	-1,03%	18

Tab A.11.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Gruppe 1 93,24% bis 99,98%	23	19,51%	11,94%	9	22,21%	25,04%	5	23,97%	29,26%	4	22,46%	24,35%	2	18,82%	19,60%	3
Gruppe 2 61,14% bis 92,60%	17	26,86%	27,18%	5	15,14%	12,62%	2	21,65%	17,15%	2	15,78%	12,39%	2	10,60%	4,36%	4
Gruppe 3 0% bis 56,53%	25	21,69%	23,09%	7	5,89%	2,12%	10	6,78%	3,46%	10	6,52%	4,77%	9	1,99%	-1,41%	15

Tab A.11.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.12: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Bewertungsergebnissen der Fairness Opinions

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	10	25,04%	25,87%	0	21,35%	20,44%	0	19,39%	15,20%	1	16,40%	12,96%	2
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	23,08%	22,78%	0	29,04%	25,67%	0	31,12%	23,33%	0	29,95%	14,91%	0
Angebotspreis in Bewertungsspanne	12	20,69%	14,85%	3	20,59%	19,04%	4	24,54%	18,99%	4	24,94%	15,55%	3

Tab A.12.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	8	24,96%	25,87%	0	20,87%	20,44%	0	19,90%	15,20%	0	16,71%	12,96%	1
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	23,08%	22,78%	0	29,04%	25,67%	0	31,12%	23,33%	0	29,95%	14,91%	0
Angebotspreis in Bewertungsspanne	10	27,53%	19,33%	1	27,08%	29,96%	2	31,45%	32,72%	2	31,63%	29,55%	1

Tab A.12.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	9	28,33%	31,71%	0	24,05%	22,41%	0	21,76%	17,78%	1	18,28%	16,91%	2
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	13,64%	17,36%	0	20,02%	10,13%	1	23,24%	8,07%	1	21,32%	0,69%	0
Angebotspreis in Bewertungsspanne	11	15,28%	11,45%	2	15,82%	10,48%	4	19,76%	11,72%	4	20,20%	10,28%	3

Tab A.12.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	7	29,17%	31,71%	0	24,27%	22,41%	0	23,01%	17,78%	0	19,18%	16,91%	1
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	13,64%	17,36%	0	20,02%	10,13%	1	23,24%	8,07%	1	21,32%	0,69%	0
Angebotspreis in Bewertungsspanne	10	17,15%	14,67%	1	17,55%	15,76%	3	21,83%	16,69%	3	22,37%	13,20%	2

Tab A.12.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.12: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Bewertungsergebnissen der Fairness Opinions)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	10	23,14%	22,90%	0	19,89%	19,14%	0	17,58%	14,84%	1	15,13%	11,94%	2
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	23,33%	26,40%	0	26,41%	17,27%	0	28,14%	14,68%	0	25,38%	11,79%	0
Angebotspreis in Bewertungsspanne	12	20,28%	14,09%	3	20,21%	18,53%	4	24,27%	18,11%	3	24,25%	15,25%	3

Tab A.12.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	8	22,53%	22,90%	0	18,71%	19,14%	0	17,47%	14,84%	0	14,81%	11,94%	1
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	23,33%	26,40%	0	26,41%	17,27%	0	28,14%	14,68%	0	25,38%	11,79%	0
Angebotspreis in Bewertungsspanne	10	27,08%	18,46%	1	26,55%	28,69%	2	31,12%	31,53%	1	30,76%	27,04%	1

Tab A.12.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	9	26,25%	27,82%	0	22,50%	22,32%	0	19,79%	17,79%	1	16,91%	16,87%	2
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	14,22%	10,77%	0	17,74%	2,73%	1	19,60%	0,50%	1	16,90%	0,12%	1
Angebotspreis in Bewertungsspanne	11	14,72%	12,70%	2	15,31%	10,86%	4	19,40%	12,55%	2	19,43%	10,23%	3

Tab A.12.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	7	26,44%	27,82%	0	21,90%	22,32%	0	20,30%	17,79%	0	17,06%	16,87%	1
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	14,22%	10,77%	0	17,74%	2,73%	1	19,60%	0,50%	1	16,90%	0,12%	1
Angebotspreis in Bewertungsspanne	10	16,63%	13,91%	1	17,12%	15,96%	3	21,59%	17,14%	1	21,57%	13,00%	2

Tab A.12.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.12: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Bewertungsergebnissen der Fairness Opinions)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	10	35,48%	38,67%	1	23,70%	22,48%	0	27,45%	29,63%	0	17,37%	10,83%	1	11,49%	10,46%	2
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	11,44%	13,36%	1	22,37%	18,31%	0	25,07%	33,27%	0	29,60%	24,59%	0	12,16%	10,98%	1
Angebotspreis in Bewertungsspanne	12	39,42%	39,84%	5	16,60%	11,58%	4	23,53%	21,31%	2	23,58%	15,72%	4	21,74%	21,96%	3

Tab A.12.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	8	38,80%	38,67%	0	21,10%	22,48%	0	26,57%	29,63%	0	17,67%	10,83%	0	10,39%	10,46%	1
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	11,44%	13,36%	1	22,37%	18,31%	0	25,07%	33,27%	0	29,60%	24,59%	0	12,16%	10,98%	1
Angebotspreis in Bewertungsspanne	10	50,05%	63,34%	3	23,16%	14,65%	2	30,72%	29,95%	1	30,56%	33,91%	2	27,93%	22,76%	1

Tab A.12.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	9	40,20%	41,12%	1	26,85%	25,04%	0	31,10%	35,41%	0	19,42%	13,38%	1	13,06%	16,56%	2
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	1,88%	1,60%	1	13,66%	3,70%	0	15,85%	16,81%	1	20,72%	9,21%	1	4,38%	-0,60%	2
Angebotspreis in Bewertungsspanne	11	32,43%	53,14%	4	11,78%	10,70%	3	19,52%	18,04%	2	18,85%	10,86%	3	17,28%	9,57%	3

Tab A.12.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Angebotspreis > Bewertungsspanne	7	45,31%	41,12%	0	24,75%	25,04%	0	31,11%	35,41%	0	20,32%	13,38%	0	12,24%	16,56%	1
Angebotspreis < Bewertungsspanne	3	1,88%	1,60%	1	13,66%	3,70%	0	15,85%	16,81%	1	20,72%	9,21%	1	4,38%	-0,60%	2
Angebotspreis in Bewertungsspanne	10	36,16%	54,53%	3	13,49%	11,66%	2	21,37%	18,65%	2	20,84%	15,77%	2	19,20%	11,77%	2

Tab A.12.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.13: Übernahmeprämien bei freundlichen und feindlichen Angeboten

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u. neutral	82	18,89%	17,90%	17	20,02%	18,92%	13	20,72%	18,05%	14	19,92%	17,02%	14
freundlich	71	20,16%	18,40%	13	21,59%	20,60%	9	21,76%	19,86%	11	21,54%	18,29%	11
neutral	11	10,71%	3,64%	4	9,87%	9,96%	4	14,02%	9,36%	3	9,56%	9,25%	3
feindlich	18	18,18%	12,16%	4	14,25%	8,20%	5	13,63%	6,86%	5	10,74%	6,73%	7
feindlich ohne erzwungene	14	21,41%	19,45%	3	18,39%	14,73%	3	17,60%	10,64%	3	15,05%	11,10%	3

Tab A.13.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u. neutral	60	17,07%	18,12%	11	18,77%	18,68%	7	19,84%	18,05%	8	19,20%	16,88%	9
freundlich	53	18,47%	18,40%	8	20,59%	20,44%	4	21,63%	19,86%	5	21,15%	18,04%	6
neutral	7	6,43%	3,64%	3	4,98%	9,96%	3	6,24%	2,46%	3	4,47%	0,59%	3
feindlich	17	18,88%	12,53%	4	14,65%	8,89%	5	13,90%	4,73%	5	10,76%	6,45%	7
feindlich ohne erzwungene	13	22,59%	26,38%	3	19,22%	18,98%	3	18,26%	12,15%	3	15,41%	11,88%	3

Tab A.13.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u. neutral	71	17,62%	17,36%	17	18,84%	16,88%	14	19,71%	15,78%	15	18,61%	14,86%	16
freundlich	61	18,91%	18,33%	13	20,58%	18,64%	10	20,95%	16,63%	12	20,38%	16,91%	13
neutral	10	9,76%	3,92%	4	8,18%	6,49%	4	12,11%	6,04%	3	7,83%	1,29%	3
feindlich	17	9,49%	9,47%	4	6,08%	2,23%	7	5,61%	2,23%	7	2,92%	0,20%	8
feindlich ohne erzwungene	13	10,57%	9,47%	3	8,24%	8,89%	4	7,65%	5,35%	4	5,37%	7,00%	4

Tab A.13.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u. neutral	51	15,01%	17,36%	12	16,92%	16,59%	8	18,27%	15,78%	9	17,99%	15,14%	10
freundlich	45	16,46%	18,33%	9	19,00%	18,72%	5	20,47%	16,82%	6	20,29%	17,02%	7
neutral	6	4,13%	2,24%	3	1,35%	3,61%	3	1,75%	0,61%	3	0,73%	-0,31%	3
feindlich	16	9,69%	10,38%	4	5,99%	1,80%	7	5,40%	1,32%	7	2,46%	0,10%	8
feindlich ohne erzwungene	12	10,94%	10,38%	3	8,30%	12,04%	4	7,53%	5,04%	4	4,96%	4,82%	4

Tab A.13.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.13: Übernahmeprämien bei freundlichen und feindlichen Angeboten)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.													
neutral	82	16,67%	16,03%	17	18,51%	18,29%	16	19,00%	16,67%	16	18,87%	14,78%	13
freundlich	71	18,39%	17,69%	13	20,85%	19,66%	11	20,92%	19,19%	12	20,85%	17,98%	11
neutral	11	5,60%	6,50%	4	3,43%	4,42%	5	6,63%	3,83%	4	6,28%	2,15%	2
feindlich	18	16,48%	12,57%	5	12,96%	7,43%	5	12,72%	6,67%	4	10,46%	8,14%	7
feindlich ohne erzwungene	14	19,62%	17,30%	4	16,85%	12,52%	3	16,66%	10,45%	2	14,73%	11,04%	3

Tab A.13.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.													
neutral	60	15,58%	14,76%	11	17,74%	18,29%	9	18,76%	17,11%	8	18,36%	15,03%	7
freundlich	53	16,84%	16,95%	8	19,68%	19,24%	6	20,61%	19,19%	5	20,19%	17,96%	6
neutral	7	6,00%	4,46%	3	3,10%	8,83%	3	4,72%	2,22%	3	4,56%	2,15%	1
feindlich	17	17,03%	13,06%	5	13,24%	6,69%	5	12,90%	3,87%	4	10,47%	7,26%	7
feindlich ohne erzwungene	13	20,58%	22,53%	4	17,52%	14,55%	3	17,19%	11,18%	2	15,07%	11,79%	3

Tab A.13.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.													
neutral	71	15,08%	12,07%	18	17,13%	12,70%	16	17,71%	12,55%	16	17,38%	12,51%	16
freundlich	61	16,87%	14,40%	14	19,78%	18,01%	11	19,93%	15,74%	12	19,53%	16,45%	13
neutral	10	4,15%	7,76%	4	0,97%	-0,55%	5	4,18%	1,36%	4	4,30%	1,04%	3
feindlich	17	7,83%	7,39%	5	4,82%	1,43%	7	4,79%	1,78%	6	2,69%	0,12%	8
feindlich ohne erzwungene	13	8,82%	7,39%	4	6,73%	7,61%	4	6,81%	4,44%	3	5,10%	7,26%	4

Tab A.13.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.													
neutral	51	13,33%	13,13%	12	15,80%	12,70%	9	17,02%	15,06%	8	16,99%	14,78%	9
freundlich	45	14,62%	14,40%	9	18,05%	19,24%	6	19,25%	17,61%	5	19,13%	16,87%	7
neutral	6	3,65%	3,55%	3	-1,06%	-0,55%	3	0,30%	-0,21%	3	0,98%	0,74%	2
feindlich	16	7,87%	7,86%	5	4,61%	1,02%	7	4,48%	1,47%	6	2,21%	-0,02%	8
feindlich ohne erzwungene	12	8,96%	7,86%	4	6,61%	7,15%	4	6,56%	4,15%	3	4,67%	7,05%	4

Tab A.13.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.13: Übernahmeprämien bei freundlichen und feindlichen Angeboten)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.																
neutral	79	23,50%	15,77%	26	17,74%	15,43%	19	20,58%	20,39%	13	19,91%	17,25%	12	12,40%	10,69%	21
freundlich	68	24,62%	23,50%	20	18,99%	16,11%	13	21,29%	20,45%	10	18,52%	18,63%	9	14,40%	12,22%	14
neutral	11	16,54%	-0,43%	6	10,00%	-0,46%	6	16,20%	15,83%	3	28,43%	6,27%	3	0,03%	-1,42%	7
feindlich	18	30,07%	25,77%	4	18,03%	16,28%	5	13,90%	6,88%	5	12,87%	9,43%	5	10,36%	12,10%	7
feindlich ohne																
erzwungene	14	29,33%	25,77%	3	22,20%	24,02%	3	18,06%	11,54%	3	15,66%	9,91%	3	15,23%	14,67%	3

Tab A.13.9: Stichtag Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.																
neutral	60	25,99%	24,04%	17	16,89%	14,55%	12	21,32%	20,35%	9	19,16%	17,94%	6	14,11%	11,10%	12
freundlich	53	26,64%	24,35%	14	18,69%	16,06%	8	23,32%	24,63%	6	21,04%	20,17%	3	16,27%	13,91%	7
neutral	7	21,13%	4,39%	3	3,25%	-1,37%	4	6,16%	14,21%	3	4,95%	0,06%	3	-2,29%	-3,67%	5
feindlich	17	31,46%	26,64%	4	18,88%	20,73%	5	14,15%	5,19%	5	13,02%	9,32%	5	10,11%	10,98%	7
feindlich ohne																
erzwungene	13	31,10%	26,64%	3	23,64%	27,10%	3	18,72%	13,54%	3	16,07%	9,54%	3	15,28%	14,75%	3

Tab A.13.10: Stichtag Vollzug, liquide

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.																
neutral	68	21,95%	15,69%	24	16,25%	10,02%	20	19,58%	19,15%	15	18,45%	11,54%	13	10,46%	5,76%	23
freundlich	58	22,60%	18,30%	19	17,42%	12,59%	14	20,52%	21,35%	12	16,78%	13,23%	10	12,64%	8,14%	16
neutral	10	18,13%	2,03%	5	9,45%	-0,87%	6	14,13%	15,12%	3	28,12%	6,24%	3	-2,21%	-2,55%	7
feindlich	17	20,10%	23,09%	5	10,17%	8,39%	5	5,83%	3,46%	6	5,06%	5,44%	6	2,82%	-0,60%	9
feindlich ohne																
erzwungene	13	16,60%	7,08%	4	12,47%	10,97%	3	7,99%	9,76%	4	5,89%	5,74%	4	5,95%	3,78%	5

Tab A.13.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freundlich u.																
neutral	51	24,20%	20,61%	16	14,81%	10,70%	13	20,01%	20,26%	11	17,66%	13,38%	7	12,19%	7,54%	14
freundlich	45	24,16%	23,78%	14	16,63%	12,62%	9	22,54%	26,21%	8	19,95%	16,92%	4	14,67%	11,48%	9
neutral	6	24,52%	12,53%	2	1,17%	-1,45%	4	0,99%	4,08%	3	0,46%	-0,68%	3	-6,42%	-4,36%	5
feindlich	16	20,94%	24,93%	5	10,57%	9,68%	5	5,58%	2,72%	6	4,72%	3,98%	6	2,08%	-0,62%	9
feindlich ohne																
erzwungene	12	17,44%	16,92%	4	13,20%	16,57%	3	7,85%	7,23%	4	5,51%	5,59%	4	5,23%	3,73%	5

Tab A.13.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.14: Übernahmeprämien bei Kaufangeboten und Tauschangeboten

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	74	19,43%	13,66%	16	20,37%	16,73%	12	21,30%	14,45%	13	19,21%	12,12%	15
Tausch	26	16,84%	21,11%	5	15,03%	20,52%	6	14,17%	20,24%	6	15,41%	18,49%	6
reine Tauschangebote	16	7,20%	15,16%	5	5,41%	14,98%	6	5,63%	14,11%	6	8,63%	13,76%	5
Kauf freundlich	60	20,35%	17,78%	12	21,75%	17,85%	8	22,94%	16,65%	9	20,94%	15,00%	10
Tausch freundlich	22	14,91%	18,15%	5	15,28%	20,52%	5	14,69%	20,24%	5	16,99%	18,58%	4
Kauf feindlich	14	15,52%	8,74%	4	14,44%	8,20%	4	14,30%	6,86%	4	11,79%	6,73%	5
Tausch feindlich	4	27,48%	30,12%	0	13,62%	12,02%	1	11,29%	11,78%	1	7,06%	8,00%	2

Tab A.14.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	56	16,79%	12,80%	12	18,45%	15,71%	8	19,67%	14,45%	9	18,00%	12,44%	11
Tausch	21	19,27%	24,26%	3	16,30%	20,44%	4	15,47%	20,05%	4	15,58%	18,04%	5
reine Tauschangebote	13	10,13%	17,08%	3	7,05%	17,47%	4	7,30%	14,62%	4	9,01%	13,76%	4
Kauf freundlich	43	16,96%	14,24%	8	19,50%	16,88%	4	21,18%	16,67%	5	19,84%	15,14%	6
Tausch freundlich	17	17,34%	23,82%	3	16,93%	20,44%	3	16,45%	20,05%	3	17,58%	18,04%	3
Kauf feindlich	13	16,24%	11,29%	4	14,97%	8,89%	4	14,70%	4,73%	4	11,90%	6,45%	5
Tausch feindlich	4	27,48%	30,12%	0	13,62%	12,02%	1	11,29%	11,78%	1	7,06%	8,00%	2

Tab A.14.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	72	18,21%	13,66%	17	19,09%	16,28%	13	19,96%	13,18%	14	17,93%	11,49%	16
Tausch	16	6,30%	9,55%	4	4,13%	3,53%	8	3,57%	1,98%	8	4,99%	-0,04%	8
reine Tauschangebote	8	-2,42%	7,17%	3	-6,31%	-1,65%	5	-5,17%	-2,29%	5	0,16%	-0,04%	4
Kauf freundlich	58	20,89%	18,12%	13	22,19%	18,68%	8	23,28%	16,65%	9	21,27%	16,08%	10
Tausch freundlich	13	3,01%	6,72%	4	3,88%	8,66%	6	3,76%	4,10%	6	6,72%	0,69%	6
Kauf feindlich	14	7,11%	5,48%	4	6,26%	4,87%	5	6,23%	3,48%	5	4,08%	1,42%	6
Tausch feindlich	3	20,56%	24,56%	0	5,24%	-1,66%	2	2,75%	-0,90%	2	-2,50%	-4,98%	2

Tab A.14.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	54	15,07%	12,18%	13	16,67%	15,57%	9	17,83%	13,18%	10	16,25%	12,12%	12
Tausch	13	8,23%	17,36%	3	4,51%	8,66%	6	4,24%	4,10%	6	6,09%	0,69%	6
reine Tauschangebote	7	-3,73%	7,65%	3	-9,73%	-1,68%	5	-8,17%	-4,43%	5	-2,21%	-0,78%	4
Kauf freundlich	41	17,57%	17,90%	9	20,01%	18,64%	4	21,58%	16,67%	5	20,26%	17,02%	6
Tausch freundlich	10	4,54%	12,50%	3	4,29%	9,40%	4	4,69%	6,09%	4	8,67%	4,20%	4
Kauf feindlich	13	7,18%	4,76%	4	6,16%	2,23%	5	6,01%	2,23%	5	3,60%	0,20%	6
Tausch feindlich	3	20,56%	24,56%	0	5,24%	-1,66%	2	2,75%	-0,90%	2	-2,50%	-4,98%	2

Tab A.14.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.14: Übernahmeprämien bei Kaufangeboten und Tauschangeboten)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	74	16,78%	12,08%	17	18,65%	13,12%	14	19,46%	12,14%	14	18,17%	12,02%	14
Tausch	26	16,24%	21,17%	5	14,26%	19,08%	7	13,34%	18,65%	6	14,87%	18,25%	6
reine Tauschangebote	16	7,10%	15,02%	5	4,47%	14,85%	7	4,90%	13,95%	6	7,97%	12,25%	5
Kauf freundlich	60	17,35%	12,60%	12	19,73%	17,34%	10	20,56%	15,40%	11	19,52%	12,88%	9
Tausch freundlich	22	14,42%	19,10%	5	14,59%	19,08%	6	13,99%	18,65%	5	16,41%	18,33%	4
Kauf feindlich	14	14,10%	7,22%	5	13,59%	8,17%	4	14,32%	9,48%	3	11,83%	9,01%	5
Tausch feindlich	4	26,28%	28,46%	0	12,46%	11,72%	1	9,75%	11,37%	1	6,81%	7,46%	2

Tab A.14.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	56	15,00%	12,08%	13	17,30%	13,12%	9	18,62%	14,40%	8	17,30%	12,29%	9
Tausch	21	18,29%	24,22%	3	15,29%	19,03%	5	14,40%	18,07%	4	14,81%	18,00%	5
reine Tauschangebote	13	9,54%	16,95%	3	5,74%	17,27%	5	6,29%	14,62%	4	8,17%	12,25%	4
Kauf freundlich	43	15,09%	14,40%	8	18,18%	19,24%	5	19,68%	17,61%	5	18,76%	16,45%	4
Tausch freundlich	17	16,41%	21,83%	3	15,95%	19,03%	4	15,49%	18,07%	3	16,69%	18,00%	3
Kauf feindlich	13	14,67%	8,78%	5	14,04%	5,96%	4	14,70%	5,63%	3	11,96%	7,65%	5
Tausch feindlich	4	26,28%	28,46%	0	12,46%	11,72%	1	9,75%	11,37%	1	6,81%	7,46%	2

Tab A.14.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	72	15,50%	11,28%	18	17,33%	12,41%	15	18,12%	11,52%	15	16,89%	10,26%	15
Tausch	16	5,48%	10,71%	5	3,16%	0,34%	8	2,15%	0,26%	7	3,99%	-1,72%	9
reine Tauschangebote	8	-2,45%	10,31%	3	-7,56%	-2,73%	5	-6,90%	-3,08%	4	-1,40%	-1,72%	5
Kauf freundlich	58	17,94%	14,34%	13	20,29%	17,75%	10	21,13%	15,40%	11	20,04%	14,02%	9
Tausch freundlich	13	2,31%	9,96%	5	3,00%	2,76%	6	2,44%	0,50%	5	5,55%	-1,06%	7
Kauf feindlich	14	5,40%	6,35%	5	5,02%	4,06%	5	5,63%	2,82%	4	3,85%	3,69%	6
Tausch feindlich	3	19,18%	22,08%	0	3,85%	-2,09%	2	0,88%	-1,54%	2	-2,76%	-5,79%	2

Tab A.14.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	72	15,50%	11,28%	18	17,33%	12,41%	15	18,12%	11,52%	15	16,89%	10,26%	15
Tausch	54	13,23%	11,28%	14	15,48%	12,41%	10	16,79%	13,15%	9	15,56%	11,28%	10
reine Tauschangebote	13	7,01%	12,70%	3	3,38%	2,76%	6	2,56%	0,50%	5	4,76%	-1,06%	7
Kauf freundlich	7	-4,22%	10,65%	3	-11,10%	-2,94%	5	-10,09%	-6,18%	4	-4,00%	-2,38%	5
Tausch freundlich	41	15,76%	14,29%	9	18,87%	18,01%	5	20,43%	16,33%	5	19,43%	15,27%	4
Kauf feindlich	10	3,36%	10,71%	3	3,24%	6,52%	4	3,06%	1,72%	3	7,02%	1,82%	5
Tausch feindlich	13	5,26%	5,48%	5	4,78%	1,43%	5	5,31%	1,78%	4	3,36%	0,12%	6

Tab A.14.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.14: Übernahmeprämien bei Kaufangeboten und Tauschangeboten)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	71	22,84%	13,36%	23	18,21%	10,61%	17	20,67%	15,83%	12	19,94%	11,28%	12	12,08%	8,32%	20
Tausch	26	29,85%	28,96%	7	16,66%	20,84%	7	15,70%	19,81%	6	14,78%	19,73%	5	11,86%	17,66%	8
reine																
Tauschangebote	16	17,81%	19,53%	6	5,50%	14,92%	7	6,64%	13,47%	5	6,72%	12,81%	5	5,12%	7,37%	7
Kauf freundlich	57	23,27%	11,88%	19	18,51%	10,61%	13	22,25%	20,52%	8	21,63%	13,32%	8	12,08%	7,97%	15
Tausch																
freundlich	22	24,10%	23,82%	7	15,75%	20,16%	6	16,24%	19,81%	5	15,27%	20,17%	4	13,22%	18,93%	6
Kauf feindlich	14	21,08%	18,18%	4	16,99%	10,07%	4	14,23%	6,88%	4	13,06%	8,62%	4	12,08%	12,10%	5
Tausch feindlich	4	61,52%	54,08%	0	21,66%	20,84%	1	12,74%	13,37%	1	12,20%	18,31%	1	4,35%	3,04%	2

Tab A.14.9: Stichtag Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	56	23,70%	18,54%	17	16,96%	11,22%	12	20,66%	16,91%	10	18,73%	12,49%	7	13,45%	10,25%	13
Tausch	21	36,55%	34,86%	4	18,33%	20,73%	5	17,29%	19,23%	4	15,34%	19,73%	4	12,61%	17,03%	6
reine																
Tauschangebote	13	24,47%	24,35%	3	7,04%	16,17%	5	8,46%	15,79%	3	7,69%	12,81%	4	6,38%	12,03%	5
Kauf freundlich	43	24,14%	14,08%	13	16,63%	10,61%	8	22,49%	20,52%	6	20,38%	16,88%	3	13,93%	9,81%	8
Tausch																
freundlich	17	30,67%	26,97%	4	17,54%	18,31%	4	18,36%	19,23%	3	16,08%	20,17%	3	14,56%	18,29%	4
Kauf feindlich	13	22,22%	23,00%	4	18,03%	11,83%	4	14,59%	5,19%	4	13,27%	7,92%	4	11,88%	10,98%	5
Tausch feindlich	4	61,52%	54,08%	0	21,66%	20,84%	1	12,74%	13,37%	1	12,20%	18,31%	1	4,35%	3,04%	2

Tab A.14.10: Stichtag Vollzug, liquide

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	69	21,88%	11,94%	24	17,04%	10,70%	18	19,32%	14,30%	14	18,58%	10,86%	12	10,65%	6,41%	22
Tausch	16	20,27%	20,01%	5	6,38%	2,64%	7	6,08%	3,86%	7	3,67%	5,71%	7	1,49%	-7,05%	10
reine																
Tauschangebote	8	12,16%	20,01%	3	-5,25%	-0,72%	4	-3,33%	0,29%	4	-4,52%	-1,16%	4	-3,27%	-8,69%	5
Kauf freundlich	55	24,42%	14,17%	19	19,11%	12,55%	14	22,66%	20,59%	9	22,01%	13,38%	7	12,18%	7,54%	15
Tausch																
freundlich	13	11,48%	17,20%	5	4,11%	1,57%	6	6,51%	4,27%	6	3,40%	5,68%	6	3,18%	-6,87%	8
Kauf feindlich	14	11,90%	6,83%	5	8,89%	8,29%	4	6,17%	3,61%	5	5,11%	3,98%	5	4,67%	1,59%	7
Tausch feindlich	3	58,38%	55,91%	0	16,17%	17,70%	1	4,22%	3,46%	1	4,82%	5,74%	1	-5,79%	10,05%	2

Tab A.14.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kauf	54	22,48%	18,63%	18	15,39%	10,84%	13	18,91%	15,12%	12	16,93%	11,88%	8	11,69%	6,97%	15
Tausch	13	27,35%	31,59%	3	7,18%	3,70%	5	6,82%	4,27%	5	4,78%	5,74%	5	1,85%	-6,87%	8
reine																
Tauschangebote	7	15,72%	20,61%	2	-8,84%	-3,00%	4	-6,96%	-2,87%	4	-6,83%	-8,00%	4	-6,15%	-9,30%	5
Kauf freundlich	41	25,71%	23,78%	13	17,33%	12,55%	9	23,03%	20,59%	7	20,80%	16,92%	3	14,15%	8,32%	8
Tausch																
freundlich	10	18,04%	20,01%	3	4,49%	2,64%	4	7,60%	10,54%	4	4,77%	7,44%	4	4,15%	-3,87%	6
Kauf feindlich	13	12,31%	7,08%	5	9,28%	8,39%	4	5,90%	1,98%	5	4,70%	2,53%	5	3,90%	-0,60%	7
Tausch feindlich	3	58,38%	55,91%	0	16,17%	17,70%	1	4,22%	3,46%	1	4,82%	5,74%	1	-5,79%	10,05%	2

Tab A.14.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.15: Übernahmeprämien bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	71	21,57%	18,37%	13	21,30%	19,78%	11	21,63%	18,05%	12	21,16%	17,02%	10
Pflicht	29	11,89%	7,62%	8	13,31%	9,96%	7	14,10%	9,36%	7	11,21%	4,60%	11
freiwillig freundlich	59	20,80%	18,12%	11	21,10%	19,78%	9	21,85%	18,49%	10	21,86%	18,02%	9
Pflicht freundlich	23	13,99%	7,96%	6	17,25%	18,64%	4	17,82%	16,52%	4	15,01%	10,89%	5
freiwillig feindlich	12	25,34%	27,81%	2	22,28%	20,80%	2	20,53%	13,85%	2	17,79%	12,41%	1
Pflicht feindlich	6	3,86%	2,68%	2	-1,79%	-0,23%	3	-0,18%	0,00%	3	-3,37%	-2,08%	6

Tab A.15.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	59	20,45%	18,78%	10	19,77%	19,78%	8	20,42%	18,05%	8	19,50%	16,88%	7
Pflicht	18	7,70%	6,99%	5	11,59%	8,94%	4	12,32%	5,56%	5	10,24%	0,77%	9
freiwillig freundlich	48	18,93%	18,33%	8	18,89%	19,12%	6	20,15%	18,23%	6	19,74%	17,02%	6
Pflicht freundlich	12	9,62%	7,79%	3	18,28%	17,76%	1	18,57%	14,13%	2	17,05%	13,13%	3
freiwillig feindlich	11	27,08%	29,24%	2	23,62%	22,62%	2	21,58%	15,56%	2	18,47%	12,94%	1
Pflicht feindlich	6	3,86%	2,68%	2	-1,79%	-0,23%	3	-0,18%	0,00%	3	-3,37%	-2,08%	6

Tab A.15.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	59	18,69%	17,19%	13	18,45%	15,96%	12	18,96%	13,33%	13	18,29%	12,17%	12
Pflicht	29	10,68%	6,36%	8	12,15%	7,93%	9	12,96%	8,66%	9	10,07%	2,75%	12
freiwillig freundlich	48	20,02%	18,12%	11	20,24%	16,82%	9	21,24%	15,81%	10	20,96%	15,94%	10
Pflicht freundlich	23	12,62%	7,62%	6	15,19%	16,88%	5	16,51%	11,44%	5	13,69%	9,25%	6
freiwillig feindlich	11	11,72%	10,38%	2	9,79%	12,04%	3	8,58%	7,17%	3	6,56%	7,44%	2
Pflicht feindlich	6	3,25%	2,68%	2	-2,27%	-1,67%	4	-0,66%	-0,63%	4	-3,83%	-2,81%	6

Tab A.15.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	49	16,04%	17,90%	11	15,37%	15,62%	10	16,31%	13,33%	10	15,82%	12,17%	9
Pflicht	18	7,49%	6,99%	5	11,43%	8,94%	5	12,16%	5,56%	6	10,09%	0,77%	9
freiwillig freundlich	39	16,67%	17,90%	9	16,51%	15,62%	7	18,17%	15,78%	7	18,28%	15,14%	7
Pflicht freundlich	12	9,62%	7,79%	3	18,28%	17,76%	1	18,57%	14,13%	2	17,05%	13,13%	3
freiwillig feindlich	10	12,33%	9,47%	2	10,04%	15,19%	3	8,53%	9,00%	3	6,14%	7,88%	2
Pflicht feindlich	6	3,25%	2,68%	2	-2,27%	-1,67%	4	-0,66%	-0,63%	4	-3,83%	-2,81%	6

Tab A.15.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.15: Übernahmeprämien bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	71	20,06%	17,69%	13	20,65%	18,58%	12	20,92%	17,22%	11	20,71%	17,12%	10
Pflicht	29	8,26%	6,50%	9	9,82%	4,85%	9	10,40%	4,57%	9	9,21%	2,68%	10
freiwillig freundlich	59	19,37%	17,44%	11	20,64%	19,03%	10	21,23%	17,61%	10	21,35%	17,87%	9
Pflicht freundlich	23	9,74%	9,03%	6	13,06%	12,70%	6	13,27%	8,74%	6	12,60%	7,84%	4
freiwillig feindlich	12	23,42%	24,65%	2	20,74%	15,98%	2	19,40%	13,60%	1	17,58%	12,06%	1
Pflicht feindlich	6	2,60%	2,18%	3	-2,60%	-0,75%	3	-0,62%	0,17%	3	-3,79%	-3,45%	6

Tab A.15.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	59	18,66%	17,44%	10	18,85%	18,58%	9	19,48%	17,22%	7	18,85%	16,45%	7
Pflicht	18	6,85%	5,32%	6	9,87%	6,84%	5	10,85%	3,39%	5	9,32%	2,41%	7
freiwillig freundlich	48	16,91%	16,03%	8	17,85%	18,80%	7	18,85%	17,41%	7	18,54%	17,12%	7
Pflicht freundlich	12	8,97%	7,10%	3	16,11%	15,36%	2	16,58%	12,24%	2	15,87%	9,56%	1
freiwillig feindlich	11	24,90%	26,76%	2	21,88%	17,41%	2	20,27%	16,03%	1	18,25%	12,32%	1
Pflicht feindlich	6	2,60%	2,18%	3	-2,60%	-0,75%	3	-0,62%	0,17%	3	-3,79%	-3,45%	6

Tab A.15.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	59	16,93%	14,29%	13	17,74%	15,21%	12	18,13%	12,55%	11	17,92%	12,32%	13
Pflicht	29	7,05%	5,48%	10	8,66%	4,42%	11	9,27%	3,83%	11	8,08%	2,62%	11
freiwillig freundlich	48	18,29%	14,34%	11	19,72%	17,24%	9	20,45%	15,22%	9	20,30%	16,60%	11
Pflicht freundlich	23	8,37%	6,50%	7	11,72%	8,96%	7	11,98%	8,37%	7	11,30%	6,60%	5
freiwillig feindlich	11	11,01%	8,34%	2	9,12%	8,17%	3	8,00%	9,73%	2	6,47%	7,39%	2
Pflicht feindlich	6	2,01%	2,18%	3	-3,08%	-2,03%	4	-1,09%	-0,89%	4	-4,25%	-3,71%	6

Tab A.15.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	49	14,00%	14,29%	11	14,38%	12,11%	10	15,26%	12,55%	8	15,04%	12,32%	10
Pflicht	18	6,65%	5,32%	6	9,71%	6,84%	6	10,69%	3,39%	6	9,17%	2,41%	7
freiwillig freundlich	39	14,67%	14,29%	9	15,71%	12,11%	7	17,16%	15,06%	6	17,34%	16,45%	8
Pflicht freundlich	12	8,97%	7,10%	3	16,11%	15,36%	2	16,58%	12,24%	2	15,87%	9,56%	1
freiwillig feindlich	10	11,38%	11,72%	2	9,22%	11,41%	3	7,83%	7,40%	2	6,09%	7,32%	2
Pflicht feindlich	6	2,01%	2,18%	3	-3,08%	-2,03%	4	-1,09%	-0,89%	4	-4,25%	-3,71%	6

Tab A.15.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.15: Übernahmeprämien bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	69	27,32%	24,35%	19	19,40%	18,31%	14	20,20%	19,65%	11	18,39%	16,88%	9	14,73%	13,21%	12
Pflicht	28	18,29%	12,78%	11	13,84%	8,22%	10	17,22%	14,00%	7	19,08%	6,71%	8	5,26%	-1,26%	16
freiwillig freundlich	57	26,13%	23,72%	17	17,72%	16,75%	12	19,90%	20,39%	9	18,42%	17,94%	7	13,86%	11,48%	11
Pflicht freundlich	22	16,67%	11,08%	9	17,77%	8,95%	7	22,33%	20,69%	4	23,72%	10,21%	5	8,60%	4,62%	10
freiwillig feindlich	12	31,85%	24,90%	2	25,47%	27,10%	2	20,53%	13,54%	2	18,39%	10,29%	2	19,41%	15,17%	1
Pflicht feindlich	6	24,23%	24,82%	2	-0,59%	2,58%	3	-1,53%	-0,07%	3	2,07%	0,05%	3	-6,98%	-8,18%	6

Tab A.15.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	59	30,04%	24,90%	14	20,17%	18,31%	11	21,42%	20,52%	9	19,40%	16,89%	6	15,41%	13,21%	8
Pflicht	18	17,88%	18,54%	7	8,02%	8,22%	6	14,22%	13,38%	5	12,59%	5,25%	5	6,05%	-1,93%	11
freiwillig freundlich	48	28,82%	24,56%	12	18,03%	16,46%	9	21,13%	20,80%	7	19,49%	17,94%	4	14,49%	11,75%	7
Pflicht freundlich	12	14,71%	12,38%	5	12,33%	8,95%	3	22,09%	18,00%	2	17,84%	16,75%	2	12,56%	5,98%	5
freiwillig feindlich	11	34,40%	29,50%	2	27,66%	31,63%	2	21,63%	16,59%	2	19,20%	10,85%	2	19,89%	18,12%	1
Pflicht feindlich	6	24,23%	24,82%	2	-0,59%	2,58%	3	-1,53%	-0,07%	3	2,07%	0,05%	3	-6,98%	-8,18%	6

Tab A.15.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	57	23,83%	20,61%	18	16,17%	15,50%	14	17,17%	16,81%	13	14,69%	11,41%	11	11,29%	7,54%	15
Pflicht	28	17,00%	11,15%	11	12,71%	7,03%	11	16,12%	13,46%	8	17,97%	6,24%	8	4,12%	-1,49%	17
freiwillig freundlich	46	25,16%	22,20%	15	16,14%	14,03%	12	18,88%	19,32%	10	16,55%	12,96%	8	11,98%	6,97%	12
Pflicht freundlich	22	15,24%	9,54%	9	16,47%	7,29%	8	21,02%	18,10%	5	22,42%	8,24%	5	7,27%	0,09%	11
freiwillig feindlich	11	18,26%	6,83%	3	16,29%	16,57%	2	10,03%	11,12%	3	6,94%	6,87%	3	8,40%	6,68%	3
Pflicht feindlich	6	23,47%	24,93%	2	-1,05%	2,60%	3	-1,87%	0,00%	3	1,62%	0,13%	3	-7,41%	-8,40%	6

Tab A.15.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
freiwillig	49	25,53%	23,78%	14	15,96%	15,50%	12	17,44%	17,15%	12	15,33%	11,41%	8	11,20%	7,54%	12
Pflicht	18	17,69%	18,63%	7	7,93%	8,29%	6	14,17%	13,46%	5	12,50%	5,33%	5	5,90%	-1,93%	11
freiwillig freundlich	39	27,10%	23,78%	11	15,55%	12,55%	10	19,33%	20,59%	9	17,58%	13,38%	5	12,08%	7,54%	9
Pflicht freundlich	12	14,80%	12,45%	5	12,42%	9,03%	3	22,19%	18,10%	2	17,94%	16,84%	2	12,56%	5,98%	5
freiwillig feindlich	10	19,43%	7,08%	3	17,55%	22,16%	2	10,05%	12,48%	3	6,58%	7,99%	3	7,78%	9,57%	3
Pflicht feindlich	6	23,47%	24,93%	2	-1,05%	2,60%	3	-1,87%	0,00%	3	1,62%	0,13%	3	-7,41%	-8,40%	6

Tab A.15.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.16: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	53	15,04%	13,40%	11	14,65%	11,62%	10	14,25%	11,72%	11	12,83%	11,10%	11
Internationaler	31	30,79%	30,33%	3	29,84%	27,61%	3	30,00%	26,93%	4	29,34%	27,93%	5
Deutscher	16	7,77%	8,26%	7	12,28%	8,89%	5	16,24%	10,61%	4	14,33%	8,95%	5

Tab A.16.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	38	14,87%	14,54%	7	15,13%	12,06%	6	15,24%	11,94%	6	14,01%	11,98%	7
Internationaler	26	25,58%	30,31%	3	23,38%	26,48%	3	23,38%	25,04%	4	22,64%	20,89%	5
Deutscher	13	8,85%	11,29%	5	14,81%	8,89%	3	18,43%	13,33%	3	16,48%	14,86%	4

Tab A.16.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	44	13,78%	7,80%	10	13,41%	10,22%	12	12,68%	8,46%	13	10,59%	4,72%	13
Internationaler	28	24,22%	18,32%	4	23,10%	22,27%	4	23,71%	20,76%	5	23,04%	16,96%	7
Deutscher	16	7,96%	8,26%	7	12,75%	8,89%	5	17,06%	10,61%	4	16,24%	12,88%	4

Tab A.16.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	31	13,01%	10,15%	7	13,50%	11,26%	8	13,30%	8,66%	8	12,16%	4,85%	8
Internationaler	23	17,35%	17,36%	4	14,81%	21,04%	4	15,35%	17,78%	5	14,57%	16,12%	7
Deutscher	13	9,09%	11,29%	5	15,38%	8,89%	3	19,44%	13,33%	3	18,83%	18,54%	3

Tab A.16.4: Durchschnitt, Wert, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	53	12,25%	12,08%	11	12,58%	10,86%	12	12,35%	9,73%	13	11,87%	10,19%	11
Internationaler	31	29,84%	28,96%	4	29,33%	28,04%	3	29,41%	26,45%	3	28,44%	23,39%	5
Deutscher	16	5,59%	8,68%	7	10,95%	6,52%	6	13,80%	10,40%	4	13,61%	9,87%	4

Tab A.16.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	38	13,34%	13,07%	7	14,21%	12,28%	7	14,59%	11,94%	6	13,65%	11,01%	6
Internationaler	26	24,37%	28,94%	4	22,15%	24,66%	3	22,61%	22,91%	3	21,51%	20,45%	5
Deutscher	13	6,42%	9,03%	5	13,36%	6,69%	4	15,58%	13,74%	3	15,52%	14,78%	3

Tab A.16.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.16: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	44	10,40%	8,67%	11	10,86%	8,32%	13	10,38%	6,20%	14	9,44%	2,94%	13
Internationaler	28	23,31%	23,31%	5	22,75%	22,75%	4	23,15%	23,15%	4	22,09%	22,09%	8
Deutscher	16	5,83%	8,68%	7	11,46%	6,52%	6	14,60%	10,40%	4	15,37%	13,63%	3

Tab A.16.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	31	11,18%	10,65%	7	12,35%	8,96%	8	12,55%	7,01%	7	11,77%	4,70%	7
Internationaler	23	16,17%	16,17%	5	13,69%	13,69%	4	14,60%	14,60%	4	13,36%	13,36%	8
Deutscher	13	6,71%	9,03%	5	13,99%	6,69%	4	16,55%	13,74%	3	17,69%	15,27%	2

Tab A.16.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	52	22,77%	13,72%	14	14,91%	9,94%	15	16,31%	13,67%	11	17,33%	10,81%	10	8,42%	4,08%	17
Internationaler	29	33,62%	26,64%	8	28,02%	29,75%	3	26,57%	32,61%	4	23,01%	24,29%	3	19,74%	23,25%	6
Deutscher	16	14,89%	1,04%	8	8,62%	10,57%	6	16,08%	12,16%	3	14,63%	10,37%	4	9,73%	13,42%	5

Tab A.16.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	38	24,98%	19,53%	9	13,70%	11,22%	10	17,24%	14,00%	7	15,30%	11,71%	5	10,66%	5,39%	9
Internationaler	26	35,97%	30,75%	6	26,06%	27,83%	3	24,75%	28,51%	4	22,07%	23,25%	3	18,21%	20,43%	6
Deutscher	13	16,16%	7,01%	6	10,49%	12,51%	4	17,01%	10,52%	3	16,60%	12,82%	3	10,74%	15,17%	4

Tab A.16.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	43	21,88%	11,94%	12	14,15%	4,82%	15	15,46%	12,81%	13	15,91%	7,23%	10	5,89%	0,97%	20
Internationaler	26	27,54%	23,95%	9	21,11%	23,60%	4	20,52%	25,83%	5	16,66%	19,51%	5	13,13%	15,41%	8
Deutscher	16	15,23%	1,10%	8	8,66%	10,64%	6	16,72%	12,20%	3	15,77%	10,42%	4	11,60%	13,42%	4

Tab A.16.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer	31	23,75%	17,20%	8	12,28%	5,85%	10	16,00%	13,06%	9	13,59%	7,37%	5	8,17%	1,25%	12
Internationaler	23	29,67%	24,80%	7	18,59%	22,16%	4	18,28%	24,72%	5	15,28%	18,35%	5	11,12%	11,48%	8
Deutscher	13	16,56%	7,08%	6	10,52%	12,55%	4	17,79%	10,56%	3	17,99%	12,85%	3	13,03%	15,17%	3

Tab A.16.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.17: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; Kaufangebote und Tauschangebote

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	38	15,22%	9,05%	8	15,26%	11,26%	6	14,85%	10,47%	7	12,63%	9,78%	7
Schweizer Tausch	15	14,60%	17,08%	3	13,10%	17,47%	4	12,71%	18,23%	4	13,39%	17,39%	4
Internationaler Kauf	21	31,74%	29,14%	2	31,96%	27,61%	2	33,56%	33,09%	3	33,29%	28,49%	4
Internationaler Tausch	10	28,79%	33,09%	1	25,39%	27,32%	1	22,52%	25,04%	1	21,06%	24,45%	1
Deutscher Kauf	15	12,88%	11,29%	6	17,09%	8,89%	4	20,49%	11,86%	3	16,15%	10,89%	4
Deutscher Tausch	1	-68,98%	-68,98%	1	-59,82%	-59,82%	1	-47,46%	-47,46%	1	-12,94%	-12,94%	1

Tab A.17.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	27	13,42%	10,15%	6	14,74%	11,27%	4	15,00%	11,44%	4	13,89%	10,28%	4
Schweizer Tausch	11	18,43%	17,08%	1	16,11%	17,47%	2	15,81%	18,23%	2	14,31%	16,74%	3
Internationaler Kauf	17	23,18%	14,24%	2	22,52%	26,81%	2	24,10%	26,27%	3	23,88%	20,82%	4
Internationaler Tausch	9	30,11%	33,89%	1	25,00%	25,67%	1	22,03%	24,36%	1	20,29%	20,96%	1
Deutscher Kauf	12	15,34%	14,81%	4	21,03%	13,81%	2	23,92%	20,30%	2	18,93%	16,70%	3
Deutscher Tausch	1	-68,98%	-68,98%	1	-59,82%	-59,82%	1	-47,46%	-47,46%	1	-12,94%	-12,94%	1

Tab A.17.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	37	14,81%	7,96%	9	14,65%	11,26%	7	14,08%	9,00%	8	11,94%	8,30%	8
Schweizer Tausch	7	8,38%	7,65%	1	6,86%	-1,66%	5	5,28%	-0,90%	5	3,48%	-3,92%	5
Internationaler Kauf	20	29,10%	23,40%	2	29,39%	26,48%	2	31,06%	27,41%	3	30,90%	22,22%	4
Internationaler Tausch	8	12,04%	18,18%	2	7,35%	13,90%	2	5,33%	10,83%	2	3,38%	3,87%	3
Deutscher Kauf	15	12,11%	11,29%	6	16,31%	8,89%	4	19,69%	11,86%	3	15,43%	10,89%	4
Deutscher Tausch	1	-54,22%	-54,22%	1	-40,69%	-40,69%	1	-22,45%	-22,45%	1	28,50%	28,50%	0

Tab A.17.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	26	12,76%	9,05%	7	13,86%	11,44%	5	13,91%	9,08%	5	12,95%	7,05%	5
Schweizer Tausch	5	14,32%	11,45%	0	11,63%	-1,61%	3	10,16%	-0,14%	3	8,07%	-0,78%	3
Internationaler Kauf	16	19,34%	13,66%	2	18,72%	25,31%	2	20,39%	21,98%	3	20,30%	17,98%	4
Internationaler Tausch	7	12,81%	18,99%	2	5,88%	10,13%	2	3,83%	8,07%	2	1,48%	0,69%	3
Deutscher Kauf	12	14,36%	14,81%	4	20,06%	13,81%	2	22,93%	20,30%	2	18,02%	16,70%	3
Deutscher Tausch	1	-54,22%	-54,22%	1	-40,69%	-40,69%	1	-22,45%	-22,45%	1	28,50%	28,50%	0

Tab A.17.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.17: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; Kaufangebote und Tauschangebote)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	38	11,45%	8,67%	8	12,48%	9,86%	7	12,30%	9,11%	9	11,30%	8,57%	7
Schweizer Tausch	15	14,28%	16,95%	3	12,82%	17,47%	5	12,48%	17,22%	4	13,39%	15,74%	4
Internationaler Kauf	21	30,87%	28,96%	3	31,97%	28,04%	2	33,41%	28,10%	2	32,30%	23,39%	4
Internationaler Tausch	10	27,67%	29,43%	1	23,79%	24,93%	1	20,99%	23,34%	1	20,34%	24,63%	1
Deutscher Kauf	15	10,54%	9,03%	6	15,63%	6,69%	5	18,07%	11,73%	3	15,80%	12,47%	3
Deutscher Tausch	1	-68,53%	-68,53%	1	-59,26%	-59,26%	1	-50,24%	-50,24%	1	-19,11%	-19,11%	1

Tab A.17.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	27	11,51%	10,49%	6	13,67%	10,86%	4	14,27%	11,18%	4	13,49%	10,15%	3
Schweizer Tausch	11	17,85%	16,95%	1	15,54%	17,47%	3	15,37%	17,22%	2	14,06%	13,48%	3
Internationaler Kauf	17	22,20%	14,29%	3	21,57%	24,89%	2	23,79%	23,67%	2	22,58%	20,27%	4
Internationaler Tausch	9	28,47%	29,94%	1	23,26%	21,34%	1	20,39%	22,16%	1	19,50%	21,32%	1
Deutscher Kauf	12	12,67%	11,08%	4	19,41%	12,35%	3	21,06%	16,47%	2	18,41%	15,03%	2
Deutscher Tausch	1	-68,53%	-68,53%	1	-59,26%	-59,26%	1	-50,24%	-50,24%	1	-19,11%	-19,11%	1

Tab A.17.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	37	10,93%	7,22%	9	11,76%	8,83%	8	11,48%	7,01%	10	10,59%	6,46%	8
Schweizer Tausch	7	7,60%	10,65%	2	6,09%	-2,51%	5	4,58%	-1,54%	4	3,39%	-4,93%	5
Internationaler Kauf	20	28,24%	25,67%	3	29,46%	25,54%	2	30,97%	25,26%	2	29,89%	20,45%	4
Internationaler Tausch	8	11,00%	14,79%	2	5,98%	13,44%	2	3,61%	6,65%	2	2,60%	2,23%	4
Deutscher Kauf	15	9,79%	9,03%	6	14,89%	6,69%	5	17,34%	11,73%	3	15,11%	12,47%	3
Deutscher Tausch	1	-53,56%	-53,56%	1	-39,87%	-39,87%	1	-26,55%	-26,55%	1	19,39%	19,39%	0

Tab A.17.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	26	10,77%	8,60%	7	12,68%	9,09%	5	13,18%	7,87%	5	12,55%	6,53%	4
Schweizer Tausch	5	13,34%	12,70%	0	10,66%	-2,09%	3	9,28%	0,02%	2	7,70%	-1,06%	3
Internationaler Kauf	16	18,37%	13,18%	3	17,77%	24,14%	2	20,14%	21,75%	2	18,96%	16,86%	4
Internationaler Tausch	7	11,15%	18,82%	2	4,36%	10,28%	2	1,92%	2,94%	2	0,57%	-2,38%	4
Deutscher Kauf	12	11,74%	11,08%	4	18,48%	12,35%	3	20,15%	16,47%	2	17,54%	15,03%	2
Deutscher Tausch	1	-53,56%	-53,56%	1	-39,87%	-39,87%	1	-26,55%	-26,55%	1	19,39%	19,39%	0

Tab A.17.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.17: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; Kaufangebote und Tauschangebote)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	37	20,64%	11,88%	10	15,57%	6,42%	10	17,44%	13,54%	7	18,11%	9,32%	7	7,70%	3,40%	12
Schweizer Tausch	15	28,05%	23,28%	4	13,29%	16,17%	5	13,52%	15,79%	4	15,26%	19,14%	3	10,18%	12,03%	5
Internationaler Kauf	19	29,24%	24,77%	6	26,54%	27,44%	2	26,78%	29,19%	3	24,83%	24,29%	2	21,02%	21,65%	4
Internationaler Tausch	10	41,96%	37,65%	2	30,84%	30,70%	1	26,16%	32,94%	1	19,55%	23,47%	1	17,31%	26,17%	2
Deutscher Kauf	15	20,16%	7,01%	7	14,17%	12,51%	5	20,89%	13,80%	2	18,24%	12,82%	3	11,55%	13,91%	4
Deutscher Tausch	1	-64,12%	-64,12%	1	-74,57%	-74,57%	1	-56,09%	-56,09%	1	-39,54%	-39,54%	1	-17,53%	-17,53%	1

Tab A.17.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	27	20,05%	13,36%	7	12,52%	9,26%	7	17,18%	13,80%	5	14,54%	9,54%	3	9,92%	3,80%	6
Schweizer Tausch	11	37,07%	26,97%	2	16,57%	16,17%	3	17,40%	15,79%	2	17,14%	18,63%	2	12,48%	12,03%	3
Internationaler Kauf	17	30,08%	24,77%	5	23,56%	21,29%	2	24,45%	27,82%	3	23,57%	22,22%	2	19,32%	19,21%	4
Internationaler Tausch	9	47,10%	37,70%	1	30,79%	30,13%	1	25,31%	32,61%	1	19,23%	24,59%	1	16,12%	24,42%	2
Deutscher Kauf	12	22,85%	17,03%	5	17,58%	14,28%	3	23,11%	21,94%	2	21,28%	20,43%	2	13,09%	16,03%	3
Deutscher Tausch	1	-64,12%	-64,12%	1	-74,57%	-74,57%	1	-56,09%	-56,09%	1	-39,54%	-39,54%	1	-17,53%	-17,53%	1

Tab A.17.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	36	20,95%	11,75%	10	15,28%	6,17%	11	16,70%	12,98%	9	17,51%	7,30%	7	6,92%	1,27%	14
Schweizer Tausch	7	26,68%	17,20%	2	8,31%	-0,13%	4	9,07%	-2,29%	4	7,70%	5,68%	3	0,60%	-8,09%	6
Internationaler Kauf	18	25,83%	23,95%	7	23,58%	21,76%	2	23,83%	27,43%	3	21,59%	22,38%	2	17,91%	16,59%	4
Internationaler Tausch	8	23,07%	26,10%	2	13,29%	22,43%	2	8,61%	18,79%	2	1,93%	7,47%	3	-0,25%	-1,60%	4
Deutscher Kauf	15	19,38%	7,08%	7	13,40%	12,55%	5	20,18%	13,84%	2	17,53%	12,85%	3	10,92%	12,93%	4
Deutscher Tausch	1	-47,01%	-47,01%	1	-62,45%	-62,45%	1	-35,16%	-35,16%	1	-10,72%	-10,72%	1	21,72%	21,72%	0

Tab A.17.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer Kauf	26	20,43%	13,05%	7	11,98%	7,60%	8	16,11%	13,32%	7	13,54%	7,30%	4	8,92%	1,78%	8
Schweizer Tausch	5	41,05%	55,91%	1	13,87%	1,57%	2	15,40%	3,46%	2	13,82%	13,46%	1	4,24%	-8,09%	4
Internationaler Kauf	16	26,29%	23,95%	6	20,04%	16,16%	2	20,97%	25,83%	3	19,83%	21,50%	2	15,72%	12,72%	4
Internationaler Tausch	7	28,18%	31,59%	1	12,35%	25,04%	2	6,69%	16,81%	2	0,54%	5,74%	3	-2,69%	-6,87%	4
Deutscher Kauf	12	21,86%	17,13%	5	16,60%	14,37%	3	22,21%	22,00%	2	20,38%	20,52%	2	12,31%	14,54%	3
Deutscher Tausch	1	-47,01%	-47,01%	1	-62,45%	-62,45%	1	-35,16%	-35,16%	1	-10,72%	-10,72%	1	21,72%	21,72%	0

Tab A.17.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.18: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; freundliche und feindliche Angebote

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	45	14,64%	13,40%	10	15,66%	12,49%	8	15,65%	13,60%	9	14,36%	12,12%	8
Schweizer feindlich	8	17,29%	19,45%	1	8,94%	9,00%	2	6,35%	9,07%	2	4,44%	8,39%	3
Internationaler freundlich	24	33,82%	30,76%	1	33,29%	28,28%	1	33,12%	30,82%	1	33,16%	29,12%	2
Internationaler feindlich	7	20,40%	4,76%	2	18,03%	2,23%	2	19,27%	0,40%	3	16,25%	2,63%	3
Deutscher freundlich	13	6,02%	5,24%	6	10,59%	8,89%	4	15,40%	11,86%	4	14,26%	10,89%	4
Deutscher feindlich	3	15,35%	11,29%	1	19,63%	8,89%	1	19,88%	4,73%	0	14,67%	7,00%	1

Tab A.18.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	31	13,96%	13,40%	6	16,49%	12,49%	4	17,33%	13,60%	4	16,36%	12,17%	4
Schweizer feindlich	7	18,88%	26,38%	1	9,14%	10,49%	2	5,97%	9,14%	2	3,60%	6,45%	3
Internationaler freundlich	19	27,48%	30,33%	1	25,35%	26,81%	1	24,90%	26,27%	1	24,99%	23,62%	2
Internationaler feindlich	7	20,40%	4,76%	2	18,03%	2,23%	2	19,27%	0,40%	3	16,25%	2,63%	3
Deutscher freundlich	10	6,90%	11,78%	4	13,37%	13,81%	2	18,00%	20,30%	3	17,02%	16,70%	3
Deutscher feindlich	3	15,35%	11,29%	1	19,63%	8,89%	1	19,88%	4,73%	0	14,67%	7,00%	1

Tab A.18.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	37	14,13%	7,65%	9	15,23%	11,26%	8	14,86%	9,51%	9	12,78%	7,71%	9
Schweizer feindlich	7	11,98%	11,45%	1	3,79%	-1,04%	4	1,12%	-0,90%	4	-0,99%	0,00%	4
Internationaler freundlich	21	30,05%	29,14%	2	29,19%	26,81%	2	29,52%	28,56%	2	29,43%	23,62%	4
Internationaler feindlich	7	6,75%	4,76%	2	4,81%	2,23%	2	6,26%	0,40%	3	3,85%	2,63%	3
Deutscher freundlich	13	7,48%	5,24%	6	12,37%	8,89%	4	17,63%	11,86%	4	17,71%	14,86%	3
Deutscher feindlich	3	10,06%	11,29%	1	14,38%	8,89%	1	14,60%	4,73%	0	9,87%	7,00%	1

Tab A.18.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	24	13,03%	7,96%	6	15,98%	11,62%	4	16,54%	11,11%	4	15,77%	9,25%	4
Schweizer feindlich	6	12,94%	16,43%	1	3,17%	-1,35%	4	-0,20%	-1,57%	4	-2,87%	-2,49%	4
Internationaler freundlich	16	21,99%	24,07%	2	19,18%	26,48%	2	19,32%	24,28%	2	19,26%	19,88%	4
Internationaler feindlich	7	6,75%	4,76%	2	4,81%	2,23%	2	6,26%	0,40%	3	3,85%	2,63%	3
Deutscher freundlich	10	8,80%	11,78%	4	15,68%	13,81%	2	20,89%	20,30%	3	21,51%	21,60%	2
Deutscher feindlich	3	10,06%	11,29%	1	14,38%	8,89%	1	14,60%	4,73%	0	9,87%	7,00%	1

Tab A.18.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.18: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; freundliche und feindliche Angebote)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	45	11,57%	10,49%	10	13,51%	12,11%	10	13,50%	11,32%	11	13,29%	10,19%	8
Schweizer feindlich	8	16,09%	17,79%	1	7,33%	9,33%	2	5,88%	9,61%	2	4,01%	8,28%	3
Internationaler freundlich	24	32,91%	29,22%	1	32,70%	28,28%	1	32,46%	27,48%	1	31,87%	28,36%	2
Internationaler feindlich	7	19,28%	5,48%	3	17,78%	1,43%	2	18,95%	1,15%	2	16,69%	9,01%	3
Deutscher freundlich	13	4,35%	9,03%	6	9,62%	6,34%	5	13,20%	11,73%	4	13,73%	12,47%	3
Deutscher feindlich	3	11,01%	8,34%	1	16,70%	6,69%	1	16,44%	3,87%	0	13,13%	7,26%	1

Tab A.18.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	31	12,44%	11,43%	6	15,79%	12,44%	5	16,68%	13,27%	4	16,03%	12,25%	3
Schweizer feindlich	7	17,36%	22,53%	1	7,21%	10,50%	2	5,33%	9,48%	2	3,11%	6,28%	3
Internationaler freundlich	19	26,24%	28,96%	1	23,76%	24,89%	1	23,96%	24,52%	1	23,29%	21,32%	2
Internationaler feindlich	7	19,28%	5,48%	3	17,78%	1,43%	2	18,95%	1,15%	2	16,69%	9,01%	3
Deutscher freundlich	10	5,05%	11,08%	4	12,35%	12,18%	3	15,32%	16,47%	3	16,24%	15,03%	2
Deutscher feindlich	3	11,01%	8,34%	1	16,70%	6,69%	1	16,44%	3,87%	0	13,13%	7,26%	1

Tab A.18.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	37	10,34%	6,71%	10	12,52%	8,96%	9	12,23%	7,01%	10	11,50%	4,70%	9
Schweizer feindlich	7	10,73%	12,70%	1	2,05%	-1,03%	4	0,62%	-1,54%	4	-1,45%	-0,16%	4
Internationaler freundlich	21	29,16%	28,96%	2	28,78%	26,20%	2	28,84%	26,85%	2	28,01%	20,63%	5
Internationaler feindlich	7	5,76%	5,48%	3	4,64%	1,43%	2	6,10%	1,15%	2	4,33%	6,83%	3
Deutscher freundlich	13	5,81%	9,03%	6	11,42%	6,34%	5	15,32%	11,73%	4	16,96%	14,78%	2
Deutscher feindlich	3	5,91%	8,34%	1	11,67%	6,69%	1	11,47%	3,87%	0	8,50%	7,26%	1

Tab A.18.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	25	11,15%	10,49%	6	15,07%	10,86%	4	15,78%	8,74%	3	15,41%	6,60%	3
Schweizer feindlich	6	11,31%	13,90%	1	1,03%	-1,56%	4	-0,90%	-1,74%	4	-3,41%	-2,97%	4
Internationaler freundlich	16	20,73%	23,89%	2	17,65%	24,66%	2	18,31%	22,72%	2	17,32%	19,11%	5
Internationaler feindlich	7	5,76%	5,48%	3	4,64%	1,43%	2	6,10%	1,15%	2	4,33%	6,83%	3
Deutscher freundlich	10	6,95%	11,08%	4	14,69%	12,18%	3	18,08%	16,47%	3	20,44%	17,33%	1
Deutscher feindlich	3	5,91%	8,34%	1	11,67%	6,69%	1	11,47%	3,87%	0	8,50%	7,26%	1

Tab A.18.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.18: Übernahmeprämien bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter; freundliche und feindliche Angebote)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	44	20,25%	11,68%	13	15,05%	8,73%	13	17,98%	15,00%	9	19,26%	11,28%	8	8,96%	4,08%	14
Schweizer feindlich	8	36,64%	43,14%	1	14,16%	16,28%	2	7,14%	9,06%	2	6,92%	9,91%	2	5,43%	7,19%	3
Internationaler freundlich	22	34,72%	36,23%	6	31,21%	29,94%	1	29,04%	32,94%	1	24,86%	25,39%	1	21,19%	26,08%	3
Internationaler feindlich	7	30,17%	24,90%	2	17,98%	8,30%	2	18,79%	1,92%	3	17,19%	2,45%	2	15,18%	14,75%	3
Deutscher freundlich	13	15,49%	-4,93%	7	4,05%	8,64%	5	15,05%	13,80%	3	13,70%	12,82%	3	9,15%	12,93%	4
Deutscher feindlich	3	12,30%	7,01%	1	28,46%	36,80%	1	20,51%	5,19%	0	18,63%	7,92%	1	12,26%	15,17%	1

Tab A.18.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	31	21,37%	14,08%	8	13,25%	9,26%	8	19,60%	15,79%	5	17,30%	12,81%	3	12,14%	6,41%	6
Schweizer feindlich	7	40,96%	52,19%	1	15,67%	20,73%	2	6,79%	8,58%	2	6,44%	9,54%	2	4,12%	3,40%	3
Internationaler freundlich	19	38,11%	37,61%	4	29,04%	28,21%	1	26,94%	29,19%	1	23,87%	24,59%	1	19,33%	21,65%	3
Internationaler feindlich	7	30,17%	24,90%	2	17,98%	8,30%	2	18,79%	1,92%	3	17,19%	2,45%	2	15,18%	14,75%	3
Deutscher freundlich	10	17,32%	5,20%	5	5,10%	10,57%	3	15,96%	21,94%	3	15,99%	20,43%	2	10,28%	15,40%	3
Deutscher feindlich	3	12,30%	7,01%	1	28,46%	36,80%	1	20,51%	5,19%	0	18,63%	7,92%	1	12,26%	15,17%	1

Tab A.18.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	36	20,15%	11,75%	11	14,96%	5,34%	13	18,09%	13,46%	10	18,61%	7,30%	7	6,98%	1,18%	15
Schweizer feindlich	7	30,76%	34,15%	1	9,98%	3,78%	2	1,92%	3,46%	3	2,07%	5,44%	3	0,28%	-1,41%	5
Internationaler freundlich	19	31,84%	32,96%	6	26,79%	26,57%	2	25,71%	29,75%	2	20,94%	23,34%	3	16,63%	19,73%	5
Internationaler feindlich	7	15,27%	23,09%	3	4,87%	8,39%	2	5,72%	1,98%	3	4,42%	2,53%	2	3,13%	3,67%	3
Deutscher freundlich	13	17,25%	-4,88%	7	5,36%	8,72%	5	17,08%	13,84%	3	16,28%	12,85%	3	12,42%	13,91%	3
Deutscher feindlich	3	6,48%	7,08%	1	22,98%	36,89%	1	15,19%	5,24%	0	13,53%	7,99%	1	8,03%	9,57%	1

Tab A.18.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Schweizer freundlich	25	21,10%	14,17%	7	12,59%	5,85%	8	19,69%	14,30%	6	16,69%	10,86%	2	10,63%	2,29%	7
Schweizer feindlich	6	34,79%	40,23%	1	11,02%	8,97%	2	0,62%	0,39%	3	0,66%	1,71%	3	-2,11%	-2,10%	5
Internationaler freundlich	16	35,59%	41,12%	4	24,24%	25,59%	2	23,45%	29,26%	2	19,75%	22,32%	3	14,41%	19,21%	5
Internationaler feindlich	7	15,27%	23,09%	3	4,87%	8,39%	2	5,72%	1,98%	3	4,42%	2,53%	2	3,13%	3,67%	3
Deutscher freundlich	10	19,59%	5,30%	5	6,79%	10,64%	3	18,57%	22,00%	3	19,33%	20,52%	2	14,53%	17,60%	2
Deutscher feindlich	3	6,48%	7,08%	1	22,98%	36,89%	1	15,19%	5,24%	0	13,53%	7,99%	1	8,03%	9,57%	1

Tab A.18.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.19: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	15	15,69%	11,29%	4	16,62%	19,12%	4	18,75%	15,78%	4	21,50%	13,24%	2
größer 10% kleiner 33,33%	16	21,28%	21,73%	4	17,84%	20,80%	4	17,46%	16,90%	4	15,26%	15,72%	3
größer 33,33% kleiner 50%	7	14,95%	5,24%	1	14,65%	3,58%	2	17,78%	4,50%	2	16,99%	5,76%	3
größer 50% kleiner 66,67%	19	12,91%	13,08%	5	16,84%	18,64%	3	16,52%	16,67%	3	13,88%	14,86%	4
größer 66,67% kleiner 90%	29	18,24%	17,65%	5	21,12%	16,88%	2	21,87%	16,63%	4	21,70%	18,02%	6
größer 90%	14	30,09%	29,50%	2	23,43%	18,75%	3	22,25%	17,46%	2	17,80%	13,96%	3
größer 50%	62	19,28%	17,90%	12	20,33%	17,69%	8	20,32%	16,65%	9	18,42%	15,02%	13
kleiner 50%	38	17,91%	15,66%	9	16,77%	19,05%	10	18,03%	15,67%	10	17,95%	12,94%	8
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	26	27,39%	19,96%	3	27,87%	22,46%	0	27,56%	21,36%	1	25,76%	18,03%	1
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	36	13,43%	9,12%	9	14,89%	15,71%	8	15,08%	10,47%	8	13,13%	9,27%	12
bisher kein Aktionär	3	27,05%	34,12%	1	14,67%	19,12%	1	12,68%	14,62%	1	10,31%	13,76%	1
bisher Aktionär	97	18,50%	17,65%	20	19,11%	18,34%	17	19,66%	16,63%	18	18,49%	14,88%	20
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	54	17,76%	21,40%	14	17,85%	19,86%	12	18,27%	17,35%	10	16,72%	14,91%	12
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	46	19,93%	17,00%	7	20,31%	17,26%	6	20,83%	14,58%	9	20,00%	13,90%	9

Tab A.19.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	13	18,37%	22,78%	3	19,52%	21,76%	3	21,94%	17,88%	3	22,36%	13,76%	2
größer 10% kleiner 33,33%	16	21,28%	21,73%	4	17,84%	20,80%	4	17,46%	16,90%	4	15,26%	15,72%	3
größer 33,33% kleiner 50%	6	12,15%	3,81%	1	12,30%	2,90%	2	16,41%	2,45%	2	15,42%	2,28%	3
größer 50% kleiner 66,67%	16	16,87%	17,00%	3	21,73%	22,02%	1	21,14%	20,14%	0	17,69%	15,82%	2
größer 66,67% kleiner 90%	19	11,49%	7,96%	4	15,48%	11,26%	1	17,22%	13,60%	3	18,12%	15,14%	4
größer 90%	7	29,26%	28,37%	0	17,21%	14,83%	1	14,00%	8,27%	1	11,47%	4,85%	2
größer 50%	42	16,50%	18,12%	7	18,15%	16,73%	3	18,18%	16,65%	4	16,85%	15,02%	8
kleiner 50%	35	18,64%	17,08%	8	17,52%	19,12%	9	18,94%	15,78%	9	17,92%	12,94%	8
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	18	19,83%	18,78%	3	19,51%	15,41%	0	20,09%	18,34%	0	18,46%	16,88%	0
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	24	14,00%	10,97%	4	17,13%	16,73%	3	16,75%	14,05%	4	15,64%	10,69%	8
bisher kein Aktionär	3	27,05%	34,12%	1	14,67%	19,12%	1	12,68%	14,62%	1	10,31%	13,76%	1
bisher Aktionär	74	17,08%	17,49%	14	17,99%	17,90%	11	18,76%	16,65%	12	17,62%	14,88%	15
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	41	19,17%	23,82%	9	20,02%	20,60%	7	20,28%	18,76%	6	18,56%	17,02%	9
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	36	15,53%	14,96%	6	15,41%	12,06%	5	16,53%	13,47%	7	15,94%	12,56%	7

Tab A.19.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.19: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	11	12,64%	11,29%	2	14,42%	21,04%	2	17,03%	15,78%	2	18,45%	12,17%	1
größer 10% kleiner 33,33%	15	15,69%	18,99%	4	12,70%	15,19%	5	12,86%	5,35%	5	11,91%	7,06%	4
größer 33,33% kleiner 50%	6	11,09%	2,92%	1	10,50%	0,04%	3	14,12%	0,00%	3	12,95%	-1,41%	4
größer 50% kleiner 66,67%	18	13,52%	11,61%	4	17,61%	16,11%	2	17,13%	12,38%	2	14,22%	10,66%	3
größer 66,67% kleiner 90%	24	16,61%	7,16%	7	19,58%	10,87%	4	20,74%	14,12%	6	20,65%	12,71%	7
größer 90%	14	23,51%	19,96%	3	17,27%	13,23%	5	15,98%	8,82%	4	11,43%	5,33%	5
größer 50%	56	17,34%	12,26%	14	18,37%	13,23%	11	18,39%	11,58%	12	16,28%	9,76%	15
kleiner 50%	32	13,78%	12,76%	7	12,88%	15,57%	10	14,53%	11,02%	10	14,35%	9,11%	9
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	23	23,81%	19,16%	5	24,54%	15,62%	3	23,97%	13,33%	4	22,17%	15,14%	4
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	33	12,84%	8,08%	9	14,06%	10,13%	8	14,50%	9,36%	8	12,17%	4,60%	11
bisher kein Aktionär	3	11,62%	35,21%	1	0,76%	21,04%	1	-1,28%	17,78%	1	-3,07%	16,12%	1
bisher Aktionär	85	16,20%	11,45%	20	16,92%	14,83%	20	17,63%	11,44%	21	16,24%	9,25%	23
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	46	14,88%	17,51%	12	15,04%	16,28%	11	15,82%	13,31%	9	13,86%	10,07%	12
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	42	17,33%	8,02%	9	17,84%	10,87%	10	18,26%	10,31%	13	17,46%	8,99%	12

Tab A.19.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	10	13,29%	17,03%	2	15,11%	21,40%	2	17,83%	16,78%	2	19,26%	14,14%	1
größer 10% kleiner 33,33%	15	15,69%	18,99%	4	12,70%	15,19%	5	12,86%	5,35%	5	11,91%	7,06%	4
größer 33,33% kleiner 50%	5	13,28%	5,24%	1	13,03%	2,23%	2	17,79%	0,40%	2	16,33%	-1,21%	3
größer 50% kleiner 66,67%	15	15,27%	15,22%	3	20,15%	17,62%	1	19,61%	15,00%	0	16,24%	13,47%	2
größer 66,67% kleiner 90%	15	8,49%	5,56%	5	13,16%	9,69%	2	15,92%	9,14%	4	17,28%	12,71%	4
größer 90%	7	17,56%	19,16%	1	6,50%	9,48%	3	3,03%	2,46%	3	0,32%	-0,78%	4
größer 50%	37	13,14%	11,45%	9	14,92%	11,26%	6	15,08%	11,11%	7	13,62%	9,25%	10
kleiner 50%	30	13,77%	16,62%	7	13,30%	17,47%	9	15,12%	13,31%	9	15,06%	10,02%	8
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	15	15,57%	18,33%	4	15,68%	11,26%	2	15,97%	11,72%	2	14,33%	14,86%	2
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	22	11,47%	9,12%	5	14,41%	12,48%	4	14,47%	9,08%	5	13,14%	3,68%	8
bisher kein Aktionär	3	11,62%	35,21%	1	0,76%	21,04%	1	-1,28%	17,78%	1	-3,07%	16,12%	1
bisher Aktionär	64	13,84%	12,26%	15	14,95%	13,23%	14	15,97%	11,27%	15	15,09%	8,57%	17
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	35	14,56%	18,99%	9	15,58%	16,59%	7	16,30%	13,59%	6	15,06%	12,08%	9
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	32	12,85%	8,02%	7	12,93%	9,98%	8	13,98%	8,89%	10	13,43%	6,28%	9

Tab A.19.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.19: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	15	15,61%	9,80%	4	16,66%	19,03%	4	18,47%	15,06%	3	20,17%	12,99%	2
größer 10% kleiner 33,33%	16	18,09%	19,74%	4	16,67%	17,44%	4	15,78%	17,05%	4	15,18%	15,29%	3
größer 33,33% kleiner 50%	7	14,02%	9,03%	2	13,47%	2,81%	2	15,91%	4,04%	2	15,90%	5,35%	2
größer 50% kleiner 66,67%	19	11,82%	11,43%	5	14,95%	17,27%	3	14,75%	14,68%	3	12,70%	12,51%	4
größer 66,67% kleiner 90%	29	15,97%	15,12%	5	21,11%	18,58%	4	21,73%	16,33%	5	21,34%	17,96%	6
größer 90%	14	25,30%	21,16%	2	17,43%	14,03%	4	16,82%	10,40%	3	15,71%	9,47%	3
größer 50%	62	16,81%	14,76%	12	18,39%	17,23%	11	18,49%	14,21%	11	17,42%	12,88%	13
kleiner 50%	38	16,36%	14,51%	10	16,08%	17,44%	10	16,87%	15,55%	9	17,20%	12,32%	7
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	26	26,27%	19,20%	3	27,71%	20,10%	1	27,55%	20,05%	1	25,93%	17,98%	1
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	36	9,98%	8,54%	9	11,66%	8,90%	10	11,94%	8,27%	10	11,27%	7,22%	12
bisher kein Aktionär	3	25,81%	29,94%	1	14,70%	19,03%	1	12,64%	14,62%	1	10,09%	13,72%	1
bisher Aktionär	97	16,35%	14,40%	21	17,60%	17,27%	20	18,03%	15,06%	19	17,57%	12,49%	19
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	54	14,65%	18,43%	14	15,54%	17,75%	14	15,32%	15,21%	11	14,97%	12,51%	12
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	46	18,98%	14,34%	8	19,82%	14,95%	7	20,86%	14,40%	9	20,07%	12,90%	8

Tab A.19.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	13	18,08%	27,82%	3	19,46%	19,24%	3	21,52%	17,01%	2	20,93%	13,72%	2
größer 10% kleiner 33,33%	16	18,09%	19,74%	4	16,67%	17,44%	4	15,78%	17,05%	4	15,18%	15,29%	3
größer 33,33% kleiner 50%	6	11,16%	5,44%	2	11,02%	1,71%	2	14,55%	2,59%	2	14,37%	3,75%	2
größer 50% kleiner 66,67%	16	15,59%	13,71%	3	19,27%	17,75%	1	18,91%	16,48%	0	16,00%	13,37%	2
größer 66,67% kleiner 90%	19	9,79%	5,61%	4	15,21%	12,11%	3	17,30%	13,27%	3	17,75%	17,79%	4
größer 90%	7	28,19%	21,81%	0	15,21%	10,86%	1	13,44%	7,01%	1	12,20%	6,46%	1
größer 50%	42	15,07%	14,34%	7	16,76%	14,98%	5	17,27%	15,21%	4	16,16%	13,37%	7
kleiner 50%	35	16,90%	16,95%	9	16,74%	17,47%	9	17,70%	16,03%	8	17,18%	12,32%	7
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	18	18,41%	16,28%	3	18,88%	15,51%	1	19,87%	16,77%	0	18,37%	17,12%	0
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	24	12,56%	11,77%	4	15,16%	14,98%	4	15,32%	11,71%	4	14,50%	10,36%	7
bisher kein Aktionär	3	25,81%	29,94%	1	14,70%	19,03%	1	12,64%	14,62%	1	10,09%	13,72%	1
bisher Aktionär	74	15,50%	14,34%	15	16,83%	17,34%	13	17,66%	15,88%	11	16,89%	12,88%	13
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	41	17,21%	21,83%	9	18,63%	19,03%	8	18,32%	17,61%	5	17,29%	13,72%	8
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	36	14,40%	13,11%	7	14,60%	12,28%	6	16,49%	13,51%	7	15,86%	12,29%	6

Tab A.19.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.19: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	11	12,36%	9,80%	2	14,23%	19,24%	2	16,77%	15,06%	1	16,83%	10,29%	1
größer 10% kleiner 33,33%	15	12,39%	15,10%	4	11,51%	10,28%	5	11,11%	4,44%	5	11,70%	6,83%	4
größer 33,33% kleiner 50%	6	10,12%	4,37%	3	9,27%	-0,98%	3	12,09%	0,22%	3	11,79%	0,44%	3
größer 50% kleiner 66,67%	18	12,40%	10,63%	4	15,58%	12,21%	2	15,25%	11,24%	2	12,97%	9,56%	4
größer 66,67% kleiner 90%	24	14,08%	5,99%	7	19,77%	10,67%	5	20,54%	11,94%	7	20,19%	14,01%	7
größer 90%	14	18,55%	13,55%	3	11,32%	8,72%	6	10,54%	6,98%	4	9,34%	4,36%	5
größer 50%	56	14,66%	10,71%	14	16,31%	10,04%	13	16,34%	8,91%	13	15,15%	7,22%	16
kleiner 50%	32	11,96%	10,94%	9	12,02%	12,75%	10	13,24%	10,05%	9	13,48%	9,58%	8
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	23	22,54%	15,12%	5	24,44%	12,11%	3	23,94%	13,74%	3	22,35%	16,45%	4
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	33	9,17%	6,96%	9	10,64%	4,85%	10	11,04%	4,57%	10	10,14%	2,68%	12
bisher kein Aktionär	3	10,32%	33,53%	1	0,78%	21,07%	1	-1,33%	17,79%	1	-3,25%	15,77%	1
bisher Aktionär	85	13,80%	10,65%	22	15,24%	10,28%	22	15,80%	9,07%	21	15,17%	7,84%	23
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	46	11,30%	11,73%	13	12,38%	12,75%	13	12,40%	8,91%	10	11,82%	8,43%	13
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	42	16,28%	10,31%	10	17,35%	10,04%	10	18,29%	10,53%	12	17,53%	8,31%	11

Tab A.19.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	10	12,87%	18,81%	2	14,84%	20,15%	2	17,48%	16,42%	1	17,48%	12,96%	1
größer 10% kleiner 33,33%	15	12,39%	15,10%	4	11,51%	10,28%	5	11,11%	4,44%	5	11,70%	6,83%	4
größer 33,33% kleiner 50%	5	12,20%	9,03%	2	11,63%	0,61%	2	15,64%	1,15%	2	15,14%	2,15%	2
größer 50% kleiner 66,67%	15	14,07%	11,95%	3	17,78%	15,09%	1	17,45%	14,74%	0	14,59%	12,88%	3
größer 66,67% kleiner 90%	15	6,55%	3,05%	5	13,13%	7,94%	3	15,99%	11,94%	4	16,80%	14,01%	4
größer 90%	7	16,18%	14,40%	1	4,61%	8,48%	3	2,46%	2,22%	2	1,06%	0,84%	3
größer 50%	37	11,63%	10,77%	9	13,53%	9,22%	7	14,06%	8,74%	6	12,87%	6,60%	10
kleiner 50%	30	11,73%	13,59%	8	12,35%	15,90%	9	13,72%	10,46%	8	14,15%	9,58%	7
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	15	13,89%	14,40%	4	15,03%	10,86%	2	15,71%	12,55%	1	14,25%	14,78%	2
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	22	10,09%	8,72%	5	12,50%	8,90%	5	12,94%	5,01%	5	11,92%	2,72%	8
bisher kein Aktionär	3	10,32%	33,53%	1	0,78%	21,07%	1	-1,33%	17,79%	1	-3,25%	15,77%	1
bisher Aktionär	64	12,11%	11,42%	16	13,71%	10,57%	15	14,75%	9,55%	13	14,25%	8,20%	16
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	35	12,43%	15,10%	9	14,09%	16,59%	8	14,11%	10,54%	5	13,55%	12,51%	9
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	32	11,59%	9,84%	8	12,08%	8,85%	8	13,94%	7,58%	9	13,37%	5,58%	8

Tab A.19.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.19: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	15	16,42%	6,37%	7	15,20%	20,94%	4	16,60%	23,25%	4	19,98%	15,10%	3	15,58%	17,03%	3
größer 10% kleiner 33,33%	16	36,38%	24,93%	3	21,11%	22,09%	4	19,20%	19,44%	4	14,93%	14,52%	3	12,86%	13,98%	3
größer 33,33% kleiner 50%	7	29,31%	26,64%	2	12,03%	8,13%	2	17,87%	2,12%	2	16,40%	5,92%	2	11,23%	3,69%	3
größer 50% kleiner 66,67%	19	12,49%	11,88%	7	15,56%	8,20%	5	22,25%	20,52%	2	15,27%	15,91%	4	9,01%	6,41%	8
größer 66,67% kleiner 90%	27	17,58%	23,00%	8	16,38%	12,54%	6	17,56%	13,80%	6	17,76%	16,88%	2	14,56%	11,48%	7
größer 90%	13	50,16%	55,97%	3	25,98%	30,13%	3	22,90%	18,30%	0	29,37%	13,03%	3	6,42%	4,36%	4
größer 50%	59	23,12%	23,72%	18	18,23%	13,67%	14	20,25%	15,83%	8	19,52%	15,91%	9	10,98%	7,54%	19
kleiner 50%	38	27,20%	14,57%	12	17,11%	19,02%	10	17,93%	20,36%	10	17,12%	13,32%	8	13,63%	14,96%	9
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	24	31,56%	28,18%	5	21,03%	19,85%	3	22,56%	18,14%	1	19,91%	18,44%	1	15,78%	12,22%	1
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	35	17,33%	11,48%	13	16,31%	8,64%	11	18,66%	14,21%	7	19,24%	9,14%	8	7,69%	-0,65%	18
bisher kein Aktionär	3	46,66%	39,95%	1	23,49%	40,32%	1	15,17%	26,65%	1	10,59%	8,34%	1	10,93%	17,03%	1
bisher Aktionär	94	24,02%	23,14%	29	17,61%	14,55%	23	19,47%	18,14%	17	18,85%	15,91%	16	12,05%	10,70%	27
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	53	24,26%	19,22%	18	21,44%	20,84%	14	21,70%	22,23%	10	22,25%	19,73%	10	11,11%	11,83%	18
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	44	26,91%	23,50%	11	14,80%	12,17%	9	17,75%	13,71%	7	15,62%	12,81%	6	14,14%	9,65%	9

Tab A.19.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	13	18,93%	7,01%	6	17,87%	22,01%	3	19,32%	24,63%	3	20,73%	16,88%	3	17,81%	21,07%	2
größer 10% kleiner 33,33%	16	36,38%	24,93%	3	21,11%	22,09%	4	19,20%	19,44%	4	14,93%	14,52%	3	12,86%	13,98%	3
größer 33,33% kleiner 50%	6	27,57%	13,86%	2	9,39%	5,56%	2	16,10%	2,02%	2	14,65%	3,94%	2	9,42%	-0,68%	3
größer 50% kleiner 66,67%	16	15,77%	19,43%	5	20,00%	12,35%	3	28,03%	28,02%	0	19,62%	22,57%	1	11,84%	7,47%	5
größer 66,67% kleiner 90%	19	17,72%	23,28%	5	11,05%	12,51%	4	15,28%	12,86%	5	19,49%	16,88%	0	15,30%	11,48%	4
größer 90%	7	73,12%	70,14%	0	25,42%	30,13%	1	18,02%	15,83%	0	12,90%	4,39%	2	6,32%	3,80%	2
größer 50%	42	26,21%	25,87%	10	16,85%	13,11%	8	20,60%	15,81%	5	18,44%	17,57%	3	12,49%	7,93%	11
kleiner 50%	35	28,39%	15,77%	11	17,90%	20,94%	9	18,71%	21,08%	9	17,04%	13,32%	8	14,11%	15,17%	8
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	18	34,30%	28,96%	3	17,76%	14,92%	3	21,39%	16,89%	1	19,96%	17,57%	0	14,07%	11,75%	0
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	24	20,15%	23,67%	7	16,17%	10,90%	5	20,00%	15,02%	4	17,31%	17,82%	3	11,30%	3,84%	11
bisher kein Aktionär	3	46,66%	39,95%	1	23,49%	40,32%	1	15,17%	26,65%	1	10,59%	8,34%	1	10,93%	17,03%	1
bisher Aktionär	74	26,41%	24,56%	20	17,08%	14,55%	16	19,92%	18,14%	13	18,10%	16,88%	10	13,32%	10,85%	18
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	41	24,97%	24,63%	15	20,82%	21,48%	10	23,68%	25,64%	6	21,71%	20,40%	5	14,73%	15,65%	10
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	36	28,96%	24,24%	8	13,00%	11,22%	8	17,06%	13,58%	7	15,54%	11,81%	4	13,44%	7,86%	7

Tab A.19.10: Stichtag, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.19: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	11	12,12%	6,58%	5	13,58%	22,16%	2	13,91%	19,25%	2	15,98%	12,39%	2	13,88%	15,17%	1
größer 10% kleiner 33,33%	15	29,83%	31,59%	3	15,06%	25,59%	4	14,39%	12,48%	5	10,87%	5,44%	5	9,45%	3,67%	5
größer 33,33% kleiner 50%	6	28,03%	16,54%	2	7,62%	2,74%	3	14,51%	-0,16%	3	12,35%	0,13%	3	6,73%	-5,52%	4
größer 50% kleiner 66,67%	18	13,00%	13,05%	6	16,71%	6,17%	5	23,49%	20,43%	1	15,99%	13,15%	3	9,32%	3,84%	8
größer 66,67% kleiner 90%	22	14,53%	11,15%	10	13,98%	8,55%	7	15,38%	11,73%	8	15,77%	10,06%	2	11,78%	5,13%	8
größer 90%	13	40,88%	45,32%	3	19,10%	19,82%	4	16,41%	13,84%	2	22,52%	5,68%	4	-0,21%	1,25%	6
größer 50%	53	20,47%	19,40%	19	16,16%	8,72%	16	18,38%	14,30%	11	17,50%	10,86%	9	8,00%	2,29%	22
kleiner 50%	32	23,41%	9,02%	10	13,16%	16,57%	9	14,25%	13,04%	10	12,90%	8,79%	10	10,46%	11,39%	10
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	21	25,40%	24,29%	6	17,04%	14,68%	5	19,09%	15,94%	4	15,19%	12,37%	3	10,12%	4,73%	5
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	32	16,98%	11,15%	13	15,97%	7,12%	11	18,34%	15,12%	7	19,09%	8,22%	6	6,41%	-0,87%	17
bisher kein Aktionär	3	26,78%	43,91%	1	9,72%	22,16%	1	1,76%	19,25%	1	-3,36%	11,41%	1	-2,22%	13,97%	1
bisher Aktionär	82	21,39%	15,69%	28	15,23%	9,30%	24	17,38%	13,85%	20	16,47%	9,42%	18	9,34%	3,79%	31
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	45	19,71%	11,56%	17	17,98%	16,19%	14	18,39%	17,15%	10	18,63%	11,36%	10	7,21%	7,54%	18
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	40	23,68%	21,25%	12	11,71%	7,35%	11	15,06%	12,86%	11	12,56%	8,48%	9	10,87%	2,29%	14

Tab A.19.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 %	10	12,67%	1,86%	5	14,56%	23,60%	2	14,32%	21,98%	2	16,53%	12,89%	2	13,81%	17,72%	1
größer 10% kleiner 33,33%	15	29,83%	31,59%	3	15,06%	25,59%	4	14,39%	12,48%	5	10,87%	5,44%	5	9,45%	3,67%	5
größer 33,33% kleiner 50%	5	32,38%	26,77%	2	9,69%	8,20%	2	17,88%	1,98%	2	15,51%	2,07%	2	9,53%	-5,05%	3
größer 50% kleiner 66,67%	16	14,16%	15,69%	5	18,63%	7,60%	4	26,41%	23,40%	0	18,13%	14,72%	1	10,59%	6,97%	6
größer 66,67% kleiner 90%	14	14,84%	16,91%	6	7,65%	8,55%	4	13,25%	11,73%	6	19,19%	13,80%	0	13,50%	5,30%	4
größer 90%	7	57,03%	57,31%	0	14,23%	10,70%	2	7,58%	11,70%	2	1,64%	0,59%	3	-4,41%	-8,09%	4
größer 50%	37	22,53%	23,09%	11	13,64%	8,72%	10	17,87%	14,30%	8	15,41%	11,36%	4	8,86%	2,29%	14
kleiner 50%	30	24,54%	18,86%	10	14,00%	23,60%	8	14,95%	15,37%	9	13,53%	8,79%	9	10,92%	11,39%	9
> 50% länger als 1 Jahr vor Angebot	15	27,02%	27,14%	4	12,04%	11,63%	4	15,58%	12,86%	4	15,05%	9,12%	2	9,46%	4,08%	3
> 50% weniger als 1 Jahr vor Angebot	22	18,04%	17,39%	8	13,66%	8,55%	6	17,60%	15,12%	5	15,02%	10,28%	3	8,66%	0,32%	11
bisher kein Aktionär	3	26,78%	43,91%	1	9,72%	22,16%	1	1,76%	19,25%	1	-3,36%	11,41%	1	-2,22%	13,97%	1
bisher Aktionär	64	23,27%	21,85%	20	13,99%	10,02%	17	17,25%	14,08%	16	15,41%	10,23%	12	10,34%	3,79%	22
vor mehr als 1 Jahr kein Aktionär	35	20,84%	20,61%	13	17,03%	17,70%	9	18,04%	17,15%	7	16,01%	12,39%	7	9,01%	9,57%	12
vor mehr als 1 Jahr bereits Aktionär	32	26,26%	23,44%	8	10,27%	7,03%	9	14,94%	12,86%	10	13,00%	6,53%	6	10,62%	1,27%	11

Tab A.19.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	6	9,01%	4,92%	2	7,03%	9,39%	2	6,97%	12,39%	2	9,43%	12,17%	1
kleiner 10 internationaler	7	21,04%	33,89%	2	21,05%	27,61%	2	24,40%	36,08%	2	26,26%	35,77%	1
kleiner 10 Deutscher	2	17,03%	17,03%	0	29,93%	29,93%	0	34,31%	34,31%	0	35,04%	35,04%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	8	8,98%	9,34%	3	6,32%	7,47%	3	4,65%	6,65%	3	4,37%	4,01%	2
größer 10 kleiner 33,33 internationaler	4	44,33%	42,89%	0	38,04%	32,05%	0	35,13%	29,84%	0	29,13%	26,07%	0
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	22,83%	52,87%	1	20,70%	45,42%	1	25,41%	47,21%	1	23,16%	33,09%	1
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	3	33,78%	31,76%	0	41,01%	41,70%	0	41,29%	47,68%	0	39,30%	38,40%	0
größer 33,33 kleiner 50 internationaler	3	-0,64%	0,60%	1	-2,10%	2,23%	1	1,50%	0,40%	1	0,98%	-1,21%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	9	5,46%	7,62%	3	10,53%	9,96%	2	9,19%	9,51%	3	5,92%	4,60%	2
größer 50 kleiner 66,66 internationaler	7	31,43%	30,33%	0	28,57%	30,03%	0	26,90%	28,56%	0	25,53%	23,62%	1
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-7,98%	-18,07%	2	8,41%	8,26%	1	14,28%	13,33%	0	10,58%	14,86%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	19	12,07%	7,96%	3	14,16%	11,26%	2	16,17%	13,60%	2	16,57%	12,18%	4
größer 66,66 kleiner 90 internationaler	7	41,62%	30,30%	0	43,51%	24,47%	0	42,38%	37,48%	1	41,83%	35,34%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	2,79%	-5,70%	2	12,96%	8,89%	0	10,13%	4,42%	1	7,22%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	8	36,44%	35,94%	0	24,59%	21,60%	1	20,28%	15,66%	1	12,40%	10,93%	2
größer 90 internationaler	3	40,17%	31,20%	0	42,45%	28,96%	0	43,01%	26,93%	0	44,97%	29,75%	0
größer 90 Deutscher	3	3,08%	-3,36%	2	1,32%	-1,46%	2	6,75%	9,36%	1	5,05%	5,81%	1
größer 50 Schweizer	36	15,84%	14,54%	6	15,57%	12,06%	5	15,34%	11,58%	6	12,98%	9,78%	8
größer 50 internationaler	17	37,17%	30,33%	0	37,17%	28,96%	0	36,12%	28,56%	1	35,67%	28,49%	2
größer 50 Deutscher	9	-0,70%	-5,70%	6	7,56%	8,26%	3	10,38%	9,36%	2	7,62%	5,81%	3
kleiner 50 Schweizer	17	13,37%	12,53%	5	12,69%	11,27%	5	11,93%	12,15%	5	12,50%	12,02%	3
kleiner 50 internationaler	14	23,05%	24,07%	3	20,94%	26,88%	3	22,56%	25,99%	3	21,66%	19,66%	3
kleiner 50 Deutscher	7	18,66%	22,78%	1	18,35%	44,26%	2	23,77%	41,74%	2	22,97%	27,51%	2

Tab A.20.1: Durchschnitt, Vollzug

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	4	14,38%	17,47%	1	11,64%	16,51%	1	11,43%	16,83%	1	9,21%	12,44%	1
kleiner 10 Internationaler	7	21,04%	33,89%	2	21,05%	27,61%	2	24,40%	36,08%	2	26,26%	35,77%	1
kleiner 10 Deutscher	2	17,03%	17,03%	0	29,93%	29,93%	0	34,31%	34,31%	0	35,04%	35,04%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	8	8,98%	9,34%	3	6,32%	7,47%	3	4,65%	6,65%	3	4,37%	4,01%	2
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	44,33%	42,89%	0	38,04%	32,05%	0	35,13%	29,84%	0	29,13%	26,07%	0
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	22,83%	52,87%	1	20,70%	45,42%	1	25,41%	47,21%	1	23,16%	33,09%	1
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	2	34,79%	34,79%	0	47,14%	47,14%	0	48,93%	48,93%	0	45,74%	45,74%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	3	-0,64%	0,60%	1	-2,10%	2,23%	1	1,50%	0,40%	1	0,98%	-1,21%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	6	12,30%	12,91%	1	20,41%	17,62%	0	17,86%	14,05%	0	12,11%	10,66%	0
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	31,43%	30,33%	0	28,57%	30,03%	0	26,90%	28,56%	0	25,53%	23,62%	1
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-7,98%	-18,07%	2	8,41%	8,26%	1	14,28%	13,33%	0	10,58%	14,86%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	12	9,89%	7,16%	2	13,43%	10,87%	1	18,12%	12,66%	1	20,48%	13,66%	2
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	4	22,79%	27,06%	0	23,54%	22,54%	0	19,86%	20,53%	1	19,22%	19,96%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	2,79%	-5,70%	2	12,96%	8,89%	0	10,13%	4,42%	1	7,22%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	6	28,94%	24,57%	0	16,68%	13,23%	1	12,27%	6,53%	1	8,43%	3,79%	2
größer 90 Internationaler	1	31,20%	31,20%	0	20,44%	20,44%	0	24,36%	24,36%	0	29,75%	29,75%	0
größer 90 Deutscher	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 Schweizer	24	15,25%	14,54%	3	15,99%	12,06%	2	16,59%	11,58%	2	15,38%	11,18%	4
größer 50 Internationaler	12	28,53%	30,31%	0	26,21%	26,24%	0	24,34%	23,84%	1	23,77%	22,29%	2
größer 50 Deutscher	6	-2,59%	-5,83%	4	10,68%	8,58%	1	12,20%	8,88%	1	8,90%	7,57%	2
kleiner 50 Schweizer	14	14,21%	14,80%	4	13,67%	14,37%	4	12,91%	13,85%	4	11,66%	12,02%	3
kleiner 50 Internationaler	14	23,05%	24,07%	3	20,94%	26,88%	3	22,56%	25,99%	3	21,66%	19,66%	3
kleiner 50 Deutscher	7	18,66%	22,78%	1	18,35%	44,26%	2	23,77%	41,74%	2	22,97%	27,51%	2

Tab A.20.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	2	18,95%	18,95%	0	14,64%	14,64%	0	12,39%	12,39%	0	11,25%	11,25%	0
kleiner 10 Internationaler	7	9,58%	9,47%	2	9,93%	21,04%	2	13,41%	17,78%	2	15,76%	16,12%	1
kleiner 10 Deutscher	2	17,03%	17,03%	0	29,93%	29,93%	0	34,31%	34,31%	0	35,04%	35,04%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	7	5,03%	0,78%	3	2,02%	-1,04%	4	0,11%	-1,24%	4	-0,25%	0,20%	3
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	26,43%	21,78%	0	21,55%	22,61%	0	19,34%	19,93%	0	14,28%	13,94%	1
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	23,60%	45,76%	1	22,55%	40,14%	1	28,68%	41,23%	1	30,80%	29,76%	0
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	3	21,86%	20,12%	0	29,02%	41,70%	1	29,54%	45,17%	1	27,49%	38,40%	1
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	2	-2,14%	-2,14%	1	-4,94%	-4,94%	1	0,00%	0,00%	1	-1,41%	-1,41%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	8	7,99%	7,17%	2	13,41%	12,79%	1	11,55%	10,31%	2	7,48%	6,15%	1
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	29,06%	29,14%	0	26,35%	30,03%	0	24,73%	28,56%	0	23,50%	23,62%	1
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-7,98%	-18,07%	2	8,41%	8,26%	1	14,28%	13,33%	0	10,58%	14,86%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	16	9,69%	5,04%	5	12,17%	7,51%	4	14,29%	9,14%	4	15,19%	9,29%	5
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	5	47,05%	30,30%	0	47,26%	24,47%	0	47,73%	37,48%	1	46,19%	35,34%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	2,79%	-5,70%	2	12,96%	8,89%	0	10,13%	4,42%	1	7,22%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	8	31,10%	24,57%	0	19,71%	13,23%	2	15,33%	6,53%	2	7,48%	3,79%	3
größer 90 Internationaler	3	23,70%	6,69%	1	26,70%	17,68%	1	26,93%	15,83%	1	28,32%	16,74%	1
größer 90 Deutscher	3	3,08%	-3,36%	2	1,32%	-1,46%	2	6,75%	9,36%	1	5,05%	5,81%	1
größer 50 Schweizer	32	14,62%	9,05%	7	14,37%	10,87%	7	13,86%	9,08%	8	11,34%	6,28%	9
größer 50 Internationaler	15	33,98%	29,14%	1	33,39%	26,81%	1	32,84%	28,56%	2	32,02%	23,62%	3
größer 50 Deutscher	9	-0,70%	-5,70%	6	7,56%	8,26%	3	10,38%	9,36%	2	7,62%	5,81%	3
kleiner 50 Schweizer	12	11,56%	6,18%	3	10,87%	5,98%	5	9,52%	4,76%	5	8,60%	1,09%	4
kleiner 50 Internationaler	13	12,96%	14,24%	3	11,22%	19,08%	3	13,17%	13,59%	3	12,66%	7,88%	4
kleiner 50 Deutscher	7	19,10%	22,78%	1	19,41%	36,02%	2	25,64%	36,83%	2	27,34%	28,50%	1

Tab A.20.3: Durchschnitt, Wert

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	1	31,71%	31,71%	0	21,76%	21,76%	0	15,78%	15,78%	0	12,17%	12,17%	0
kleiner 10 Internationaler	7	9,58%	9,47%	2	9,93%	21,04%	2	13,41%	17,78%	2	15,76%	16,12%	1
kleiner 10 Deutscher	2	17,03%	17,03%	0	29,93%	29,93%	0	34,31%	34,31%	0	35,04%	35,04%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	7	5,03%	0,78%	3	2,02%	-1,04%	4	0,11%	-1,24%	4	-0,25%	0,20%	3
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	26,43%	21,78%	0	21,55%	22,61%	0	19,34%	19,93%	0	14,28%	13,94%	1
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	23,60%	45,76%	1	22,55%	40,14%	1	28,68%	41,23%	1	30,80%	29,76%	0
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	2	32,72%	32,72%	0	44,59%	44,59%	0	46,43%	46,43%	0	43,19%	43,19%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	2	-2,14%	-2,14%	1	-4,94%	-4,94%	1	0,00%	0,00%	1	-1,41%	-1,41%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	6	10,81%	8,88%	1	18,79%	16,11%	0	16,31%	11,27%	0	10,61%	8,48%	0
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	29,06%	29,14%	0	26,35%	30,03%	0	24,73%	28,56%	0	23,50%	23,62%	1
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-7,98%	-18,07%	2	8,41%	8,26%	1	14,28%	13,33%	0	10,58%	14,86%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	9	8,37%	6,36%	3	13,28%	10,48%	2	19,01%	11,72%	2	22,81%	15,14%	2
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	2	17,53%	17,53%	0	12,92%	12,92%	0	10,71%	10,71%	1	7,50%	7,50%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	2,79%	-5,70%	2	12,96%	8,89%	0	10,13%	4,42%	1	7,22%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	6	21,82%	19,96%	0	10,17%	10,55%	2	5,67%	3,63%	2	1,87%	0,97%	3
größer 90 Internationaler	1	-7,97%	-7,97%	1	-15,52%	-15,52%	1	-12,77%	-12,77%	1	-8,99%	-8,99%	1
größer 90 Deutscher	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 Schweizer	21	12,91%	10,15%	4	13,97%	11,26%	4	14,43%	9,51%	4	13,34%	7,71%	5
größer 50 Internationaler	10	23,05%	23,25%	1	19,48%	25,64%	1	18,17%	21,08%	2	17,05%	17,98%	3
größer 50 Deutscher	6	-2,59%	-5,83%	4	10,68%	8,58%	1	12,20%	8,88%	1	8,90%	7,57%	2
kleiner 50 Schweizer	10	13,24%	13,14%	3	12,51%	9,82%	4	10,94%	4,76%	4	9,68%	1,09%	3
kleiner 50 Internationaler	13	12,96%	14,24%	3	11,22%	19,08%	3	13,17%	13,59%	3	12,66%	7,88%	4
kleiner 50 Deutscher	7	19,10%	22,78%	1	19,41%	36,02%	2	25,64%	36,83%	2	27,34%	28,50%	1

Tab A.20.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	6	8,93%	5,84%	2	7,18%	10,86%	2	6,87%	12,40%	2	8,90%	10,29%	1
kleiner 10 Internationaler	7	20,10%	29,94%	2	21,22%	26,20%	2	24,53%	34,85%	1	25,38%	33,65%	1
kleiner 10 Deutscher	2	19,93%	19,93%	0	29,08%	29,08%	0	32,06%	32,06%	0	30,11%	30,11%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	8	7,79%	9,40%	3	4,75%	7,79%	3	4,39%	6,62%	3	3,95%	4,05%	2
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	43,29%	42,02%	0	37,36%	30,11%	0	32,96%	28,14%	0	28,08%	24,52%	0
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	13,48%	36,78%	1	19,84%	44,63%	1	21,38%	42,43%	1	24,74%	31,13%	1
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	3	31,20%	31,20%	0	39,04%	34,69%	0	36,46%	34,29%	0	36,21%	28,42%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	3	-1,50%	-1,12%	2	-3,37%	0,61%	1	1,49%	1,15%	1	0,17%	-1,26%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	9,03%	9,03%	0	-12,71%	-12,71%	1	-2,45%	-2,45%	1	2,15%	2,15%	0
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	9	5,25%	5,17%	3	9,12%	8,83%	2	7,71%	5,46%	3	5,52%	2,75%	2
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	28,90%	29,48%	0	25,64%	28,04%	0	25,18%	26,85%	0	23,32%	20,63%	1
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-8,31%	-15,53%	2	7,46%	6,34%	1	11,57%	13,74%	0	9,46%	14,78%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	19	9,19%	6,50%	3	14,37%	12,11%	3	16,40%	12,55%	3	16,57%	12,25%	4
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	7	40,42%	28,92%	0	44,66%	34,07%	0	42,59%	38,44%	1	41,71%	35,46%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	1,88%	-2,13%	2	8,82%	5,77%	1	6,87%	2,26%	1	4,02%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	8	27,24%	20,33%	0	14,15%	9,91%	2	10,98%	6,98%	2	8,49%	4,80%	2
größer 90 Internationaler	3	43,42%	34,31%	0	43,10%	28,53%	0	43,07%	26,45%	0	45,31%	29,63%	0
größer 90 Deutscher	3	2,01%	-4,44%	2	0,51%	-2,72%	2	6,12%	9,07%	1	5,35%	5,58%	1
größer 50 Schweizer	36	12,22%	12,24%	6	13,01%	10,04%	7	13,02%	8,55%	8	12,01%	8,57%	8
größer 50 Internationaler	17	36,21%	28,96%	0	36,56%	28,53%	0	35,51%	26,85%	1	34,78%	27,94%	2
größer 50 Deutscher	9	-1,47%	-4,44%	6	5,60%	5,77%	4	8,19%	9,07%	2	6,28%	5,58%	3
kleiner 50 Schweizer	17	12,32%	12,08%	5	11,66%	13,55%	5	10,92%	11,18%	5	11,54%	11,04%	3
kleiner 50 Internationaler	14	22,10%	21,01%	4	20,56%	25,54%	3	22,00%	22,91%	2	20,75%	19,26%	3
kleiner 50 Deutscher	7	14,68%	26,33%	1	17,83%	43,87%	2	21,03%	41,21%	2	23,05%	28,45%	1

Tab A.20.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	4	13,61%	16,14%	1	11,57%	16,39%	1	10,98%	16,04%	1	8,55%	11,20%	1
kleiner 10 Internationaler	7	20,10%	29,94%	2	21,22%	26,20%	2	24,53%	34,85%	1	25,38%	33,65%	1
kleiner 10 Deutscher	2	19,93%	19,93%	0	29,08%	29,08%	0	32,06%	32,06%	0	30,11%	30,11%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	8	7,79%	9,40%	3	4,75%	7,79%	3	4,39%	6,62%	3	3,95%	4,05%	2
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	43,29%	42,02%	0	37,36%	30,11%	0	32,96%	28,14%	0	28,08%	24,52%	0
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	13,48%	36,78%	1	19,84%	44,63%	1	21,38%	42,43%	1	24,74%	31,13%	1
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	2	31,20%	31,20%	0	44,47%	44,47%	0	42,62%	42,62%	0	41,77%	41,77%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	3	-1,50%	-1,12%	2	-3,37%	0,61%	1	1,49%	1,15%	1	0,17%	-1,26%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	9,03%	9,03%	0	-12,71%	-12,71%	1	-2,45%	-2,45%	1	2,15%	2,15%	0
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	6	12,01%	10,96%	1	17,73%	15,09%	0	15,26%	12,98%	0	10,73%	9,93%	0
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	28,90%	29,48%	0	25,64%	28,04%	0	25,18%	26,85%	0	23,32%	20,63%	1
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-8,31%	-15,53%	2	7,46%	6,34%	1	11,57%	13,74%	0	9,46%	14,78%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	12	7,74%	4,63%	2	14,42%	10,67%	2	19,08%	12,91%	1	20,78%	15,02%	2
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	4	21,89%	26,57%	0	22,37%	22,60%	0	19,78%	20,50%	1	18,97%	19,64%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	1,88%	-2,13%	2	8,82%	5,77%	1	6,87%	2,26%	1	4,02%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	6	27,17%	20,33%	0	14,56%	9,91%	1	11,60%	6,98%	1	9,29%	4,80%	1
größer 90 Internationaler	1	34,31%	34,31%	0	19,13%	19,13%	0	24,52%	24,52%	0	29,63%	29,63%	0
größer 90 Deutscher	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 Schweizer	24	13,66%	13,07%	3	15,28%	11,49%	3	16,25%	11,94%	2	15,39%	11,24%	3
größer 50 Internationaler	12	27,02%	28,94%	0	24,01%	24,14%	0	23,33%	23,14%	1	22,40%	20,97%	2
größer 50 Deutscher	6	-3,22%	-6,18%	4	8,14%	6,06%	2	9,22%	8,00%	1	6,74%	7,53%	2
kleiner 50 Schweizer	14	12,80%	14,51%	4	12,37%	14,05%	4	11,74%	13,12%	4	10,67%	10,97%	3
kleiner 50 Internationaler	14	22,10%	21,01%	4	20,56%	25,54%	3	22,00%	22,91%	2	20,75%	19,26%	3
kleiner 50 Deutscher	7	14,68%	26,33%	1	17,83%	43,87%	2	21,03%	41,21%	2	23,05%	28,45%	1

Tab A.20.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	2	17,52%	17,52%	0	13,70%	13,70%	0	12,40%	12,40%	0	10,22%	10,22%	0
kleiner 10 Internationaler	7	8,72%	9,80%	2	10,14%	21,07%	2	13,65%	17,79%	1	14,92%	15,77%	1
kleiner 10 Deutscher	2	19,93%	19,93%	0	29,08%	29,08%	0	32,06%	32,06%	0	30,11%	30,11%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	7	3,75%	0,38%	3	0,29%	-1,03%	4	-0,16%	-0,92%	4	-0,69%	0,12%	3
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	25,47%	20,45%	0	20,74%	20,74%	0	17,40%	17,02%	0	13,30%	13,55%	1
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	14,43%	29,14%	1	21,90%	39,06%	1	24,55%	36,92%	1	31,78%	25,95%	0
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	3	19,36%	17,77%	1	27,08%	34,69%	1	24,85%	34,29%	1	24,48%	28,42%	1
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	2	-3,18%	-3,18%	2	-6,46%	-6,46%	1	0,22%	0,22%	1	-2,41%	-2,41%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	9,03%	9,03%	0	-12,71%	-12,71%	1	-2,45%	-2,45%	1	2,15%	2,15%	0
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	8	7,69%	3,99%	2	11,62%	10,27%	1	9,72%	6,80%	2	6,94%	3,73%	1
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	26,67%	29,48%	0	23,57%	28,04%	0	23,15%	26,85%	0	21,36%	20,63%	2
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-8,31%	-15,53%	2	7,46%	6,34%	1	11,57%	13,74%	0	9,46%	14,78%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	16	6,41%	3,05%	5	12,47%	7,94%	4	14,54%	9,84%	5	15,14%	9,04%	5
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	5	45,97%	28,96%	0	49,70%	34,07%	0	47,93%	38,44%	1	46,04%	35,46%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	1,88%	-2,13%	2	8,82%	5,77%	1	6,87%	2,26%	1	4,02%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	8	21,75%	16,63%	0	9,31%	8,72%	3	6,03%	4,58%	2	3,58%	1,99%	3
größer 90 Internationaler	3	26,54%	9,96%	1	27,49%	17,28%	1	26,99%	15,39%	1	28,68%	16,75%	1
größer 90 Deutscher	3	2,01%	-4,44%	2	0,51%	-2,72%	2	6,12%	9,07%	1	5,35%	5,58%	1
größer 50 Schweizer	32	10,57%	10,30%	7	11,47%	8,90%	8	11,21%	6,98%	9	10,20%	3,92%	9
größer 50 Internationaler	15	33,08%	28,96%	1	33,06%	28,04%	1	32,18%	26,85%	2	31,05%	20,63%	4
größer 50 Deutscher	9	-1,47%	-4,44%	6	5,60%	5,77%	4	8,19%	9,07%	2	6,28%	5,58%	3
kleiner 50 Schweizer	12	9,95%	6,97%	4	9,22%	6,35%	5	8,19%	4,10%	5	7,42%	1,23%	4
kleiner 50 Internationaler	13	12,05%	12,07%	4	10,85%	16,59%	3	12,74%	10,54%	2	11,76%	9,01%	4
kleiner 50 Deutscher	7	15,23%	26,33%	1	19,01%	30,29%	2	22,84%	28,75%	2	27,07%	19,92%	0

Tab A.20.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	1	27,82%	27,82%	0	19,24%	19,24%	0	15,06%	15,06%	0	10,15%	10,15%	0
kleiner 10 Internationaler	7	8,72%	9,80%	2	10,14%	21,07%	2	13,65%	17,79%	1	14,92%	15,77%	1
kleiner 10 Deutscher	2	19,93%	19,93%	0	29,08%	29,08%	0	32,06%	32,06%	0	30,11%	30,11%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	7	3,75%	0,38%	3	0,29%	-1,03%	4	-0,16%	-0,92%	4	-0,69%	0,12%	3
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	25,47%	20,45%	0	20,74%	20,74%	0	17,40%	17,02%	0	13,30%	13,55%	1
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	14,43%	29,14%	1	21,90%	39,06%	1	24,55%	36,92%	1	31,78%	25,95%	0
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	2	29,17%	29,17%	0	41,90%	41,90%	0	40,11%	40,11%	0	39,19%	39,19%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	2	-3,18%	-3,18%	2	-6,46%	-6,46%	1	0,22%	0,22%	1	-2,41%	-2,41%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	9,03%	9,03%	0	-12,71%	-12,71%	1	-2,45%	-2,45%	1	2,15%	2,15%	0
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	6	10,57%	7,83%	1	16,17%	12,21%	0	13,74%	8,44%	0	9,27%	5,65%	0
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	26,67%	29,48%	0	23,57%	28,04%	0	23,15%	26,85%	0	21,36%	20,63%	2
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-8,31%	-15,53%	2	7,46%	6,34%	1	11,57%	13,74%	0	9,46%	14,78%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	9	5,74%	2,44%	3	14,68%	9,22%	2	20,28%	12,55%	2	23,22%	17,79%	2
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	2	17,22%	17,22%	0	12,65%	12,65%	0	10,34%	10,34%	1	7,05%	7,05%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	1,88%	-2,13%	2	8,82%	5,77%	1	6,87%	2,26%	1	4,02%	0,28%	1
größer 90 Schweizer	6	19,85%	16,63%	0	8,11%	8,72%	2	4,98%	4,58%	1	2,75%	1,99%	2
größer 90 Internationaler	1	-5,79%	-5,79%	1	-16,44%	-16,44%	1	-12,65%	-12,65%	1	-9,07%	-9,07%	1
größer 90 Deutscher	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 Schweizer	21	11,15%	10,65%	4	13,23%	9,22%	4	14,04%	8,15%	3	13,38%	6,46%	4
größer 50 Internationaler	10	21,53%	21,62%	1	17,39%	24,14%	1	17,01%	18,75%	2	15,45%	15,24%	4
größer 50 Deutscher	6	-3,22%	-6,18%	4	8,14%	6,06%	2	9,22%	8,00%	1	6,74%	7,53%	2
kleiner 50 Schweizer	10	11,24%	10,91%	3	10,51%	6,35%	4	9,42%	4,10%	4	8,37%	1,23%	3
kleiner 50 Internationaler	13	12,05%	12,07%	4	10,85%	16,59%	3	12,74%	10,54%	2	11,76%	9,01%	4
kleiner 50 Deutscher	7	15,23%	26,33%	1	19,01%	30,29%	2	22,84%	28,75%	2	27,07%	19,92%	0

Tab A.20.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	6	15,19%	0,98%	3	5,64%	2,54%	2	10,87%	15,31%	2	10,39%	13,32%	1	4,55%	7,02%	2
kleiner 10 Internationaler	7	23,53%	24,90%	3	17,21%	22,01%	2	21,48%	26,65%	2	23,57%	33,51%	2	22,96%	27,93%	1
kleiner 10 Deutscher	2	-4,81%	-4,81%	1	36,88%	36,88%	0	16,72%	16,72%	0	31,40%	31,40%	0	22,79%	22,79%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	8	13,11%	12,13%	2	9,39%	6,01%	3	4,49%	7,80%	3	4,10%	6,41%	2	5,52%	2,26%	2
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	76,21%	66,39%	0	48,42%	48,82%	0	39,73%	35,17%	0	29,23%	28,62%	0	25,93%	25,21%	0
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	43,09%	71,23%	1	17,27%	41,36%	1	28,07%	56,05%	1	22,30%	39,45%	1	14,47%	20,58%	1
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	3	22,64%	39,64%	1	40,72%	35,87%	0	50,10%	54,64%	0	39,69%	46,00%	0	31,68%	22,04%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	3	5,29%	1,09%	1	-4,75%	2,99%	1	-1,47%	1,92%	1	2,01%	1,97%	1	-3,79%	-5,98%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	121,40%	121,40%	0	-23,70%	-23,70%	1	-20,83%	-20,83%	1	-10,28%	-10,28%	1	-5,05%	-5,05%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	9	5,79%	8,28%	3	7,81%	6,42%	3	15,69%	14,21%	2	7,57%	7,15%	3	1,40%	-0,18%	5
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	35,11%	37,61%	2	35,04%	27,44%	0	32,29%	33,27%	0	25,48%	24,59%	0	18,36%	10,69%	2
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-20,21%	-40,81%	2	-6,66%	-12,37%	2	18,47%	5,65%	0	14,53%	12,82%	1	10,05%	13,91%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	18	17,23%	11,08%	5	11,07%	4,97%	6	13,66%	12,01%	4	16,48%	11,81%	2	13,81%	9,06%	5
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	6	29,68%	29,60%	1	34,33%	32,90%	0	31,23%	32,70%	1	25,42%	26,41%	0	22,24%	28,20%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	-4,47%	-16,85%	2	12,40%	12,51%	0	13,62%	10,52%	1	10,18%	2,39%	0	3,68%	0,39%	1
größer 90 Schweizer	8	69,77%	64,20%	0	34,35%	37,87%	1	26,19%	22,37%	0	39,38%	14,06%	2	1,26%	2,53%	3
größer 90 Internationaler	2	32,90%	32,90%	1	30,70%	30,70%	0	26,04%	26,04%	0	24,27%	24,27%	0	28,67%	28,67%	0
größer 90 Deutscher	3	9,37%	-4,93%	2	0,54%	-5,38%	2	12,02%	13,80%	0	6,06%	6,27%	1	5,37%	5,10%	1
größer 50 Schweizer	35	26,30%	23,28%	8	15,55%	9,26%	10	17,05%	13,80%	6	19,42%	10,81%	7	7,75%	3,80%	13
größer 50 Internationaler	15	32,64%	34,86%	4	34,18%	30,13%	0	31,03%	33,27%	1	25,29%	24,59%	0	21,29%	24,42%	3
größer 50 Deutscher	9	-5,10%	-9,62%	6	2,09%	4,77%	4	14,71%	10,52%	1	10,26%	6,27%	2	6,37%	5,10%	3
kleiner 50 Schweizer	17	15,52%	10,89%	6	13,59%	11,83%	5	14,79%	13,54%	5	12,74%	11,22%	3	9,79%	10,72%	4
kleiner 50 Internationaler	14	34,67%	25,77%	4	21,42%	15,59%	3	21,78%	29,63%	3	20,57%	18,76%	3	18,08%	22,45%	3
kleiner 50 Deutscher	7	38,64%	70,71%	2	17,03%	36,96%	2	13,94%	33,35%	2	17,78%	33,35%	2	11,99%	18,90%	2

Tab A.20.9: Stichtag, Vollzug

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	4	22,74%	23,89%	2	9,53%	11,23%	1	16,82%	22,16%	1	10,42%	15,10%	1	6,31%	7,02%	1
kleiner 10 Internationaler	7	23,53%	24,90%	3	17,21%	22,01%	2	21,48%	26,65%	2	23,57%	33,51%	2	22,96%	27,93%	1
kleiner 10 Deutscher	2	-4,81%	-4,81%	1	36,88%	36,88%	0	16,72%	16,72%	0	31,40%	31,40%	0	22,79%	22,79%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	8	13,11%	12,13%	2	9,39%	6,01%	3	4,49%	7,80%	3	4,10%	6,41%	2	5,52%	2,26%	2
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	76,21%	66,39%	0	48,42%	48,82%	0	39,73%	35,17%	0	29,23%	28,62%	0	25,93%	25,21%	0
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	43,09%	71,23%	1	17,27%	41,36%	1	28,07%	56,05%	1	22,30%	39,45%	1	14,47%	20,58%	1
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	2	14,08%	14,08%	1	47,13%	47,13%	0	60,93%	60,93%	0	46,08%	46,08%	0	36,49%	36,49%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	3	5,29%	1,09%	1	-4,75%	2,99%	1	-1,47%	1,92%	1	2,01%	1,97%	1	-3,79%	-5,98%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	121,40%	121,40%	0	-23,70%	-23,70%	1	-20,83%	-20,83%	1	-10,28%	-10,28%	1	-5,05%	-5,05%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	6	11,21%	12,98%	1	15,77%	8,73%	1	27,84%	20,35%	0	15,33%	13,59%	0	5,14%	3,84%	2
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	35,11%	37,61%	2	35,04%	27,44%	0	32,29%	33,27%	0	25,48%	24,59%	0	18,36%	10,69%	2
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-20,21%	-40,81%	2	-6,66%	-12,37%	2	18,47%	5,65%	0	14,53%	12,82%	1	10,05%	13,91%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	12	18,02%	16,98%	3	5,88%	4,97%	4	12,94%	12,01%	3	21,54%	14,84%	0	18,09%	10,92%	2
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	4	33,48%	29,60%	0	25,58%	28,98%	0	23,56%	20,92%	1	20,34%	19,21%	0	15,64%	17,95%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	-4,47%	-16,85%	2	12,40%	12,51%	0	13,62%	10,52%	1	10,18%	2,39%	0	3,68%	0,39%	1
größer 90 Schweizer	6	73,62%	66,58%	0	24,63%	28,61%	1	17,98%	14,28%	0	10,69%	2,45%	2	2,49%	2,53%	2
größer 90 Internationaler	1	70,14%	70,14%	0	30,13%	30,13%	0	18,30%	18,30%	0	26,19%	26,19%	0	29,30%	29,30%	0
größer 90 Deutscher	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 Schweizer	24	30,22%	25,34%	4	13,04%	9,94%	5	17,92%	14,00%	2	17,27%	12,04%	2	10,95%	5,39%	5
größer 50 Internationaler	12	37,49%	36,23%	2	31,48%	28,98%	0	28,21%	28,51%	1	23,82%	24,44%	0	18,37%	15,34%	3
größer 50 Deutscher	6	-12,34%	-20,22%	4	2,87%	6,71%	2	16,05%	8,09%	1	12,35%	7,61%	1	6,87%	7,15%	2
kleiner 50 Schweizer	14	16,00%	12,13%	5	14,82%	14,46%	4	16,08%	16,38%	4	11,90%	10,85%	3	10,17%	7,06%	3
kleiner 50 Internationaler	14	34,67%	25,77%	4	21,42%	15,59%	3	21,78%	29,63%	3	20,57%	18,76%	3	18,08%	22,45%	3
kleiner 50 Deutscher	7	38,64%	70,71%	2	17,03%	36,96%	2	13,94%	33,35%	2	17,78%	33,35%	2	11,99%	18,90%	2

Tab A.20.10: Stichtag, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	2	32,80%	32,80%	0	15,19%	15,19%	0	22,58%	22,58%	0	11,95%	11,95%	0	8,96%	8,96%	0
kleiner 10 Internationaler	7	11,03%	-3,36%	4	6,43%	10,97%	2	10,61%	19,25%	2	12,70%	12,39%	2	12,74%	20,26%	1
kleiner 10 Deutscher	2	-4,75%	-4,75%	1	36,97%	36,97%	0	16,79%	16,79%	0	31,49%	31,49%	0	22,79%	22,79%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	7	9,76%	4,45%	2	5,51%	0,23%	3	-0,20%	-2,68%	4	-0,36%	0,11%	3	0,97%	-0,60%	4
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	50,54%	56,98%	0	29,61%	29,71%	0	23,87%	27,17%	0	14,78%	13,21%	1	11,81%	12,66%	1
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	44,24%	64,92%	1	17,22%	41,73%	1	30,43%	48,29%	1	26,64%	35,81%	1	21,92%	21,94%	0
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	3	10,57%	6,30%	1	28,83%	36,00%	1	38,08%	54,79%	1	28,02%	41,23%	1	20,18%	16,56%	1
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	2	7,48%	7,48%	1	-8,54%	-8,54%	1	-3,19%	-3,19%	1	0,13%	0,13%	1	-7,54%	-7,54%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	121,54%	121,54%	0	-23,65%	-23,65%	1	-20,78%	-20,78%	1	-10,22%	-10,22%	1	-5,05%	-5,05%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	8	8,17%	10,14%	2	11,19%	6,17%	3	19,64%	17,28%	1	10,09%	9,30%	2	2,61%	-0,52%	5
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	32,75%	24,80%	2	33,02%	27,54%	0	30,00%	29,26%	0	23,34%	24,35%	0	16,69%	10,69%	2
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-20,17%	-40,78%	2	-6,61%	-12,30%	2	18,55%	5,68%	0	14,60%	12,85%	1	10,05%	13,91%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	15	14,23%	10,73%	7	8,53%	0,62%	7	11,86%	8,14%	6	14,94%	9,25%	2	11,57%	2,29%	6
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	4	29,81%	34,29%	1	35,52%	35,90%	0	29,81%	32,77%	1	23,04%	25,54%	0	18,67%	21,73%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	-4,39%	-16,79%	2	12,49%	12,55%	0	13,71%	10,56%	1	10,26%	2,47%	0	3,68%	0,39%	1
größer 90 Schweizer	8	62,05%	58,11%	0	29,43%	28,70%	1	21,49%	14,38%	1	34,27%	5,07%	2	-3,30%	-3,42%	4
größer 90 Internationaler	2	3,36%	3,36%	1	5,57%	5,57%	1	2,56%	2,56%	1	0,11%	0,11%	1	3,77%	3,77%	1
größer 90 Deutscher	3	9,43%	-4,88%	2	0,59%	-5,33%	2	12,08%	13,84%	0	6,12%	6,35%	1	5,37%	5,10%	1
größer 50 Schweizer	31	25,01%	17,20%	9	14,61%	5,85%	11	16,35%	13,06%	8	18,67%	7,37%	6	5,42%	0,47%	15
größer 50 Internationaler	13	27,32%	23,09%	4	29,57%	27,54%	1	25,72%	27,91%	2	19,68%	22,32%	1	15,31%	11,48%	4
größer 50 Deutscher	9	-5,04%	-9,55%	6	2,16%	4,80%	4	14,78%	10,56%	1	10,33%	6,35%	2	6,37%	5,10%	3
kleiner 50 Schweizer	12	13,80%	6,44%	3	12,95%	2,01%	4	13,17%	8,42%	5	8,78%	4,50%	4	7,11%	1,04%	5
kleiner 50 Internationaler	13	22,64%	26,77%	5	11,26%	10,97%	3	12,57%	19,25%	3	11,41%	11,41%	4	9,33%	13,97%	4
kleiner 50 Deutscher	7	41,29%	53,14%	2	17,02%	37,05%	2	19,22%	33,43%	2	22,76%	34,43%	2	18,32%	21,72%	1

Tab A.20.11: Stichtag, Wert

(Fortsetzung Tabellen A.20: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 Schweizer	1	59,03%	59,03%	0	26,61%	26,61%	0	35,41%	35,41%	0	13,38%	13,38%	0	3,31%	3,31%	0
kleiner 10 Internationaler	7	11,03%	-3,36%	4	6,43%	10,97%	2	10,61%	19,25%	2	12,70%	12,39%	2	12,74%	20,26%	1
kleiner 10 Deutscher	2	-4,75%	-4,75%	1	36,97%	36,97%	0	16,79%	16,79%	0	31,49%	31,49%	0	22,79%	22,79%	0
größer 10 kleiner 33,33 Schweizer	7	9,76%	4,45%	2	5,51%	0,23%	3	-0,20%	-2,68%	4	-0,36%	0,11%	3	0,97%	-0,60%	4
größer 10 kleiner 33,33 Internationaler	4	50,54%	56,98%	0	29,61%	29,71%	0	23,87%	27,17%	0	14,78%	13,21%	1	11,81%	12,66%	1
größer 10 kleiner 33,33 Deutscher	4	44,24%	64,92%	1	17,22%	41,73%	1	30,43%	48,29%	1	26,64%	35,81%	1	21,92%	21,94%	0
größer 33,33 kleiner 50 Schweizer	2	12,70%	12,70%	1	44,61%	44,61%	0	58,27%	58,27%	0	43,76%	43,76%	0	33,89%	33,89%	0
größer 33,33 kleiner 50 Internationaler	2	7,48%	7,48%	1	-8,54%	-8,54%	1	-3,19%	-3,19%	1	0,13%	0,13%	1	-7,54%	-7,54%	2
größer 33,33 kleiner 50 Deutscher	1	121,54%	121,54%	0	-23,65%	-23,65%	1	-20,78%	-20,78%	1	-10,22%	-10,22%	1	-5,05%	-5,05%	1
größer 50 kleiner 66,66 Schweizer	6	9,64%	13,05%	1	14,45%	7,60%	2	26,16%	20,43%	0	13,82%	12,41%	0	3,76%	0,21%	3
größer 50 kleiner 66,66 Internationaler	7	32,75%	24,80%	2	33,02%	27,54%	0	30,00%	29,26%	0	23,34%	24,35%	0	16,69%	10,69%	2
größer 50 kleiner 66,66 Deutscher	3	-20,17%	-40,78%	2	-6,61%	-12,30%	2	18,55%	5,68%	0	14,60%	12,85%	1	10,05%	13,91%	1
größer 66,66 kleiner 90 Schweizer	9	16,22%	10,73%	4	3,49%	0,62%	4	13,16%	12,90%	4	24,12%	16,73%	0	19,36%	8,32%	2
größer 66,66 kleiner 90 Internationaler	2	37,45%	37,45%	0	19,12%	19,12%	0	12,97%	12,97%	1	10,44%	10,44%	0	1,89%	1,89%	1
größer 66,66 kleiner 90 Deutscher	3	-4,39%	-16,79%	2	12,49%	12,55%	0	13,71%	10,56%	1	10,26%	2,47%	0	3,68%	0,39%	1
größer 90 Schweizer	6	63,30%	58,11%	0	18,05%	16,86%	1	11,68%	12,25%	1	3,82%	2,52%	2	-3,59%	-3,42%	3
größer 90 Internationaler	1	19,40%	19,40%	0	-8,67%	-8,67%	1	-16,98%	-16,98%	1	-11,44%	-11,44%	1	-9,30%	-9,30%	1
größer 90 Deutscher	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 Schweizer	21	27,79%	23,78%	5	10,78%	5,85%	7	16,45%	13,86%	5	15,37%	10,86%	2	8,35%	1,28%	8
größer 50 Internationaler	10	32,35%	23,95%	2	26,07%	24,45%	1	21,90%	27,43%	2	17,28%	20,33%	1	11,13%	9,11%	4
größer 50 Deutscher	6	-12,28%	-20,18%	4	2,94%	6,76%	2	16,13%	8,12%	1	12,43%	7,66%	1	6,87%	7,15%	2
kleiner 50 Schweizer	10	15,27%	7,70%	3	15,44%	13,42%	3	15,05%	9,78%	4	9,84%	4,50%	3	7,79%	1,04%	4
kleiner 50 Internationaler	13	22,64%	26,77%	5	11,26%	10,97%	3	12,57%	19,25%	3	11,41%	11,41%	4	9,33%	13,97%	4
kleiner 50 Deutscher	7	41,29%	53,14%	2	17,02%	37,05%	2	19,22%	33,43%	2	22,76%	34,43%	2	18,32%	21,72%	1

Tab A.20.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	9	22,15%	31,31%	2	21,11%	23,13%	2	23,54%	21,87%	2	29,19%	28,65%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	3	10,07%	6,19%	1	16,29%	7,51%	1	18,90%	9,00%	1	19,12%	10,33%	0
kleiner 10 Investmentg.	3	1,93%	3,64%	1	3,52%	8,89%	1	4,26%	4,73%	1	3,38%	7,00%	1
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	42,15%	47,91%	0	36,43%	32,31%	0	34,55%	33,42%	0	26,71%	27,51%	0
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,38%	26,38%	0	18,98%	18,98%	0	15,56%	15,56%	0	12,94%	12,94%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	6	-10,88%	-4,39%	4	-10,22%	-6,34%	4	-7,85%	-3,78%	4	-1,54%	-0,31%	3
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	4	25,93%	28,01%	0	31,65%	35,22%	0	32,09%	36,85%	0	30,91%	32,40%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	0,17%	0,17%	1	-13,14%	-13,14%	2	-1,75%	-1,75%	1	-1,57%	-1,57%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	15	18,57%	18,33%	3	22,33%	25,31%	1	21,65%	20,42%	1	18,76%	16,74%	1
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	3	-5,08%	0,86%	1	-4,42%	1,04%	1	-4,35%	-2,73%	2	-5,34%	-5,09%	2
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-18,07%	-18,07%	1	-1,75%	-1,75%	1	2,23%	2,23%	0	-1,67%	-1,67%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	17	20,56%	17,90%	3	24,97%	20,60%	1	25,64%	18,76%	3	25,57%	19,23%	5
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	2	29,85%	29,85%	0	41,10%	41,10%	0	49,73%	49,73%	0	48,95%	48,95%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	10	11,99%	4,30%	2	10,59%	8,26%	1	9,90%	7,35%	1	9,67%	8,80%	1
größer 90 strat. Investor	11	27,36%	28,37%	2	21,74%	20,44%	3	21,12%	23,06%	2	19,64%	17,02%	3
größer 90 Finanzinvestor	1	19,16%	19,16%	0	11,62%	11,62%	0	8,27%	8,27%	0	4,85%	4,85%	0
größer 90 Investmentg.	2	50,60%	50,60%	0	38,62%	38,62%	0	35,44%	35,44%	0	14,16%	14,16%	0
größer 50 strat. Investor	43	21,60%	18,33%	8	23,22%	20,60%	5	23,09%	20,42%	6	21,68%	18,02%	9
größer 50 Finanzinvestor	6	10,60%	13,39%	1	13,43%	9,78%	1	15,78%	8,46%	2	14,45%	4,72%	2
größer 50 Investmentg.	13	15,62%	5,98%	3	13,95%	8,89%	2	13,24%	8,15%	1	9,49%	8,30%	2
kleiner 50 strat. Investor	22	31,02%	31,73%	2	29,29%	30,27%	2	29,60%	29,84%	2	28,46%	27,51%	1
kleiner 50 Finanzinvestor	6	9,49%	5,71%	2	6,92%	-2,30%	3	11,46%	4,70%	2	11,19%	6,48%	2
kleiner 50 Investmentg.	10	-5,89%	-0,08%	5	-4,86%	-0,25%	5	-3,47%	-0,82%	6	-0,07%	-0,31%	5

Tab A.21.1: Durchschnitt, Vollzug

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	8	26,13%	31,51%	1	25,23%	25,37%	1	28,09%	28,97%	1	29,19%	28,65%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	2	12,01%	12,01%	1	20,67%	20,67%	1	23,85%	23,85%	1	23,51%	23,51%	0
kleiner 10 Investmentg.	3	1,93%	3,64%	1	3,52%	8,89%	1	4,26%	4,73%	1	3,38%	7,00%	1
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	42,15%	47,91%	0	36,43%	32,31%	0	34,55%	33,42%	0	26,71%	27,51%	0
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,38%	26,38%	0	18,98%	18,98%	0	15,56%	15,56%	0	12,94%	12,94%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	6	-10,88%	-4,39%	4	-10,22%	-6,34%	4	-7,85%	-3,78%	4	-1,54%	-0,31%	3
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	3	23,99%	24,26%	0	32,62%	41,70%	0	34,12%	47,68%	0	32,42%	38,40%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	0,17%	0,17%	1	-13,14%	-13,14%	2	-1,75%	-1,75%	1	-1,57%	-1,57%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	14	20,02%	19,38%	2	24,39%	25,49%	0	23,39%	21,88%	0	20,01%	16,88%	1
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	1	7,62%	7,62%	0	7,93%	7,93%	0	8,66%	8,66%	0	4,60%	4,60%	0
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-18,07%	-18,07%	1	-1,75%	-1,75%	1	2,23%	2,23%	0	-1,67%	-1,67%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	11	15,14%	17,90%	2	19,95%	16,88%	0	20,77%	16,82%	2	21,50%	18,95%	3
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	1	23,23%	23,23%	0	37,91%	37,91%	0	52,05%	52,05%	0	53,63%	53,63%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	7	4,07%	0,98%	2	5,26%	7,63%	1	6,67%	6,55%	1	7,75%	9,29%	1
größer 90 strat. Investor	6	30,95%	29,78%	0	18,15%	17,63%	1	14,95%	13,93%	1	12,58%	9,87%	2
größer 90 Finanzinvestor	1	19,16%	19,16%	0	11,62%	11,62%	0	8,27%	8,27%	0	4,85%	4,85%	0
größer 90 Investmentg.	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 strat. Investor	31	20,40%	20,42%	4	21,61%	20,44%	1	20,83%	19,86%	3	19,10%	17,02%	6
größer 50 Finanzinvestor	3	16,67%	19,16%	0	19,15%	11,62%	0	22,99%	8,66%	0	21,03%	4,85%	0
größer 50 Investmentg.	8	1,30%	0,74%	3	4,39%	6,08%	2	6,11%	5,48%	1	6,57%	4,80%	2
kleiner 50 strat. Investor	20	33,02%	32,80%	1	31,38%	32,05%	1	31,90%	34,75%	1	28,56%	29,41%	1
kleiner 50 Finanzinvestor	5	10,15%	5,24%	2	6,81%	-12,11%	3	11,95%	0,40%	2	11,36%	2,63%	2
kleiner 50 Investmentg.	10	-5,89%	-0,08%	5	-4,86%	-0,25%	5	-3,47%	-0,82%	6	-0,07%	-0,31%	5

Tab A.21.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	7	19,23%	31,71%	1	20,02%	22,41%	1	23,45%	21,65%	1	25,01%	16,91%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	3	-2,28%	6,19%	1	3,20%	7,51%	1	6,14%	9,00%	1	6,95%	7,88%	0
kleiner 10 Investmentg.	1	11,29%	11,29%	0	8,89%	8,89%	0	4,73%	4,73%	0	7,00%	7,00%	0
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	30,73%	24,56%	0	25,69%	26,15%	1	24,18%	26,27%	1	16,89%	20,82%	2
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,38%	26,38%	0	18,98%	18,98%	0	15,56%	15,56%	0	12,94%	12,94%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	5	-13,52%	-8,03%	4	-11,94%	-9,94%	4	-8,07%	-6,31%	4	2,72%	0,59%	2
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	3	21,86%	20,12%	0	29,02%	41,70%	1	29,54%	45,17%	1	27,49%	38,40%	1
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	0,17%	0,17%	1	-13,14%	-13,14%	2	-1,75%	-1,75%	1	-1,57%	-1,57%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	15	16,87%	17,36%	3	20,65%	18,64%	1	20,01%	16,67%	1	17,21%	14,86%	1
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	2	4,24%	4,24%	0	4,48%	4,48%	0	2,97%	2,97%	1	-0,24%	-0,24%	1
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-18,07%	-18,07%	1	-1,75%	-1,75%	1	2,23%	2,23%	0	-1,67%	-1,67%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	15	17,27%	7,96%	4	21,39%	11,26%	3	22,87%	16,63%	5	22,61%	18,02%	6
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	2	29,85%	29,85%	0	41,10%	41,10%	0	49,73%	49,73%	0	48,95%	48,95%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	7	11,41%	0,50%	3	9,55%	4,54%	1	7,89%	4,42%	1	8,38%	1,89%	1
größer 90 strat. Investor	11	18,98%	11,45%	3	13,90%	9,48%	5	13,14%	4,79%	4	11,53%	2,73%	5
größer 90 Finanzinvestor	1	19,16%	19,16%	0	11,62%	11,62%	0	8,27%	8,27%	0	4,85%	4,85%	0
größer 90 Investmentg.	2	50,60%	50,60%	0	38,62%	38,62%	0	35,44%	35,44%	0	14,16%	14,16%	0
größer 50 strat. Investor	41	17,58%	13,08%	10	19,11%	15,62%	9	19,21%	13,33%	10	17,66%	12,08%	12
größer 50 Finanzinvestor	5	17,47%	19,16%	0	20,56%	11,62%	0	22,73%	8,66%	1	20,45%	4,85%	1
größer 50 Investmentg.	10	16,30%	1,55%	4	14,24%	6,71%	2	12,84%	5,48%	1	8,53%	3,85%	2
kleiner 50 strat. Investor	19	25,09%	24,56%	1	24,13%	26,15%	3	24,76%	26,27%	3	21,55%	20,82%	4
kleiner 50 Finanzinvestor	6	3,31%	5,71%	2	0,38%	-2,30%	3	5,08%	4,70%	2	5,11%	5,26%	2
kleiner 50 Investmentg.	7	-7,95%	-0,76%	4	-6,94%	-2,73%	4	-5,14%	-1,24%	5	2,72%	0,59%	3

Tab A.21.3: Durchschnitt, Wert

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	7	19,23%	31,71%	1	20,02%	22,41%	1	23,45%	21,65%	1	25,01%	16,91%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	2	-6,52%	-6,52%	1	1,05%	1,05%	1	4,72%	4,72%	1	5,26%	5,26%	0
kleiner 10 Investmentg.	1	11,29%	11,29%	0	8,89%	8,89%	0	4,73%	4,73%	0	7,00%	7,00%	0
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	30,73%	24,56%	0	25,69%	26,15%	1	24,18%	26,27%	1	16,89%	20,82%	2
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,38%	26,38%	0	18,98%	18,98%	0	15,56%	15,56%	0	12,94%	12,94%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	5	-13,52%	-8,03%	4	-11,94%	-9,94%	4	-8,07%	-6,31%	4	2,72%	0,59%	2
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	2	32,72%	32,72%	0	44,59%	44,59%	0	46,43%	46,43%	0	43,19%	43,19%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	0,17%	0,17%	1	-13,14%	-13,14%	2	-1,75%	-1,75%	1	-1,57%	-1,57%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	14	18,20%	17,85%	2	22,59%	18,68%	0	21,63%	18,27%	0	18,35%	15,94%	1
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	1	7,62%	7,62%	0	7,93%	7,93%	0	8,66%	8,66%	0	4,60%	4,60%	0
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-18,07%	-18,07%	1	-1,75%	-1,75%	1	2,23%	2,23%	0	-1,67%	-1,67%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	9	11,90%	7,96%	2	16,50%	11,26%	1	18,66%	16,63%	3	19,12%	18,02%	3
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	1	23,23%	23,23%	0	37,91%	37,91%	0	52,05%	52,05%	0	53,63%	53,63%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	4	-2,89%	-3,05%	3	-0,54%	2,40%	1	0,74%	2,58%	1	4,05%	1,05%	1
größer 90 strat. Investor	6	17,30%	16,11%	1	5,65%	3,94%	3	2,16%	1,16%	3	-0,44%	-1,90%	4
größer 90 Finanzinvestor	1	19,16%	19,16%	0	11,62%	11,62%	0	8,27%	8,27%	0	4,85%	4,85%	0
größer 90 Investmentg.	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 strat. Investor	29	16,06%	17,36%	5	17,20%	15,62%	4	16,68%	13,33%	6	14,70%	12,08%	8
größer 50 Finanzinvestor	3	16,67%	19,16%	0	19,15%	11,62%	0	22,99%	8,66%	0	21,03%	4,85%	0
größer 50 Investmentg.	5	-5,92%	-4,82%	4	-0,78%	0,26%	2	1,04%	2,23%	1	2,91%	0,28%	2
kleiner 50 strat. Investor	18	25,96%	28,14%	1	25,86%	26,88%	2	26,65%	29,84%	2	23,37%	22,55%	3
kleiner 50 Finanzinvestor	5	2,74%	5,24%	2	-1,04%	-12,11%	3	4,30%	0,40%	2	4,06%	2,63%	2
kleiner 50 Investmentg.	7	-7,95%	-0,76%	4	-6,94%	-2,73%	4	-5,14%	-1,24%	5	2,72%	0,59%	3

Tab A.21.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	9	22,53%	29,94%	2	20,62%	22,97%	2	23,07%	21,71%	2	26,17%	27,51%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	3	9,12%	7,22%	1	17,84%	8,17%	1	19,47%	9,73%	0	21,01%	10,29%	0
kleiner 10 Investmentg.	3	1,33%	4,46%	1	3,59%	6,69%	1	3,68%	3,87%	1	3,32%	7,26%	1
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	36,69%	35,12%	0	34,79%	31,18%	0	32,03%	32,62%	0	27,61%	28,45%	0
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,76%	26,76%	0	17,41%	17,41%	0	16,03%	16,03%	0	12,32%	12,32%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	6	-11,26%	-5,90%	4	-10,62%	-7,12%	4	-8,63%	-3,59%	4	-2,99%	-0,68%	3
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	4	23,87%	26,51%	0	29,98%	31,44%	0	28,35%	29,20%	0	28,49%	26,75%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	1,90%	1,90%	1	-13,12%	-13,12%	2	-0,65%	-0,65%	1	-0,71%	-0,71%	1
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	15	17,54%	14,29%	3	19,88%	18,01%	1	19,62%	17,22%	1	17,18%	13,48%	1
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	3	-5,31%	1,84%	1	-4,08%	3,17%	1	-5,23%	-2,76%	2	-4,87%	-2,70%	2
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-22,54%	-22,54%	1	-1,96%	-1,96%	1	1,78%	1,78%	0	-1,68%	-1,68%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	17	18,47%	17,69%	3	25,01%	21,34%	2	25,58%	21,72%	4	24,84%	21,32%	5
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	2	27,80%	27,80%	0	46,38%	46,38%	0	50,97%	50,97%	0	48,22%	48,22%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	10	9,36%	6,05%	2	9,42%	7,14%	2	9,35%	8,27%	1	10,00%	8,57%	1
größer 90 strat. Investor	11	27,26%	21,81%	2	20,71%	19,13%	3	20,74%	19,89%	2	20,28%	16,45%	2
größer 90 Finanzinvestor	1	14,40%	14,40%	0	8,48%	8,48%	0	6,95%	6,95%	0	6,46%	6,46%	0
größer 90 Investmentg.	2	20,02%	20,02%	0	3,85%	3,85%	1	0,16%	0,16%	1	-4,81%	-4,81%	1
größer 50 strat. Investor	43	20,39%	17,99%	8	22,12%	20,42%	6	22,26%	19,19%	7	21,00%	16,45%	8
größer 50 Finanzinvestor	6	9,01%	9,78%	1	14,83%	6,66%	1	15,53%	5,76%	2	14,71%	4,57%	2
größer 50 Investmentg.	13	8,55%	6,50%	3	7,69%	6,66%	4	7,35%	8,17%	2	6,83%	5,58%	3
kleiner 50 strat. Investor	22	28,56%	30,44%	2	28,12%	28,61%	2	27,69%	28,37%	2	27,23%	28,42%	1
kleiner 50 Finanzinvestor	6	9,65%	8,13%	2	7,45%	-0,35%	3	12,19%	5,44%	1	12,32%	9,65%	1
kleiner 50 Investmentg.	10	-6,47%	-1,52%	6	-5,24%	-1,63%	5	-4,15%	-0,81%	6	-0,92%	-0,31%	5

Tab A.21.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	8	26,36%	30,44%	1	24,61%	24,58%	1	27,51%	28,28%	1	26,17%	27,51%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	2	10,06%	10,06%	1	22,67%	22,67%	1	24,34%	24,34%	0	26,37%	26,37%	0
kleiner 10 Investmentg.	3	1,33%	4,46%	1	3,59%	6,69%	1	3,68%	3,87%	1	3,32%	7,26%	1
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	36,69%	35,12%	0	34,79%	31,18%	0	32,03%	32,62%	0	27,61%	28,45%	0
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,76%	26,76%	0	17,41%	17,41%	0	16,03%	16,03%	0	12,32%	12,32%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	6	-11,26%	-5,90%	4	-10,62%	-7,12%	4	-8,63%	-3,59%	4	-2,99%	-0,68%	3
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	3	21,42%	21,83%	0	30,58%	34,69%	0	29,76%	34,29%	0	29,63%	28,42%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	1,90%	1,90%	1	-13,12%	-13,12%	2	-0,65%	-0,65%	1	-0,71%	-0,71%	1
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	14	19,06%	16,06%	2	21,81%	19,55%	0	21,15%	17,41%	0	18,22%	14,13%	1
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	1	5,17%	5,17%	0	4,85%	4,85%	0	4,57%	4,57%	0	2,68%	2,68%	0
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-22,54%	-22,54%	1	-1,96%	-1,96%	1	1,78%	1,78%	0	-1,68%	-1,68%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	11	12,31%	15,12%	2	19,00%	20,42%	1	20,59%	19,24%	2	20,44%	17,96%	3
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	1	17,89%	17,89%	0	45,76%	45,76%	0	52,50%	52,50%	0	53,74%	53,74%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	7	4,67%	2,44%	2	4,88%	6,66%	2	7,11%	8,17%	1	8,38%	9,31%	1
größer 90 strat. Investor	6	30,49%	28,06%	0	16,34%	15,00%	1	14,53%	13,45%	1	13,15%	9,79%	1
größer 90 Finanzinvestor	1	14,40%	14,40%	0	8,48%	8,48%	0	6,95%	6,95%	0	6,46%	6,46%	0
größer 90 Investmentg.	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 strat. Investor	31	18,88%	17,99%	4	19,76%	19,13%	2	19,67%	17,61%	3	18,03%	15,27%	5
größer 50 Finanzinvestor	3	12,49%	14,40%	0	19,69%	8,48%	0	21,34%	6,95%	0	20,96%	6,46%	0
größer 50 Investmentg.	8	1,27%	1,32%	3	4,02%	6,22%	3	6,44%	5,57%	1	7,12%	4,80%	2
kleiner 50 strat. Investor	20	30,27%	30,44%	1	30,09%	30,11%	1	29,88%	33,45%	1	27,34%	28,43%	1
kleiner 50 Finanzinvestor	5	10,14%	9,03%	2	7,30%	-8,86%	3	12,68%	1,15%	1	12,73%	9,01%	1
kleiner 50 Investmentg.	10	-6,47%	-1,52%	6	-5,24%	-1,63%	5	-4,15%	-0,81%	6	-0,92%	-0,31%	5

Tab A.21.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate				Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	
kleiner 10 strat. Investor	7	19,52%	31,52%	1	19,33%	22,32%	1	22,80%	21,73%	1	21,59%	16,87%	1	
kleiner 10 Finanzinvestor	3	-3,00%	7,22%	1	4,84%	8,17%	1	7,00%	9,73%	0	8,90%	9,01%	0	
kleiner 10 Investmentg.	1	8,34%	8,34%	0	6,69%	6,69%	0	3,87%	3,87%	0	7,26%	7,26%	0	
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	25,40%	22,08%	0	24,11%	24,89%	1	21,87%	23,67%	1	17,88%	19,92%	2	
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,76%	26,76%	0	17,41%	17,41%	0	16,03%	16,03%	0	12,32%	12,32%	0	
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	5	-13,91%	-9,86%	4	-12,36%	-10,37%	4	-9,24%	-6,26%	4	0,45%	0,64%	2	
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	3	19,36%	17,77%	1	27,08%	34,69%	1	24,85%	34,29%	1	24,48%	28,42%	1	
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	1,90%	1,90%	1	-13,12%	-13,12%	2	-0,65%	-0,65%	1	-0,71%	-0,71%	1	
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1	
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	15	15,92%	13,13%	3	18,29%	17,49%	1	18,07%	15,74%	1	15,67%	13,26%	2	
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	2	3,50%	3,50%	0	4,01%	4,01%	0	0,90%	0,90%	1	-0,01%	-0,01%	1	
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-22,54%	-22,54%	1	-1,96%	-1,96%	1	1,78%	1,78%	0	-1,68%	-1,68%	1	
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	15	15,12%	5,48%	4	21,72%	12,11%	4	22,76%	16,33%	6	21,73%	17,79%	6	
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	2	27,80%	27,80%	0	46,38%	46,38%	0	50,97%	50,97%	0	48,22%	48,22%	0	
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	7	7,95%	2,44%	3	7,98%	5,77%	1	7,08%	3,83%	1	8,88%	1,83%	1	
größer 90 strat. Investor	11	18,66%	12,70%	3	12,94%	8,96%	5	12,75%	7,01%	3	12,17%	3,14%	4	
größer 90 Finanzinvestor	1	14,40%	14,40%	0	8,48%	8,48%	0	6,95%	6,95%	0	6,46%	6,46%	0	
größer 90 Investmentg.	2	20,02%	20,02%	0	3,85%	3,85%	1	0,16%	0,16%	1	-4,81%	-4,81%	1	
größer 50 strat. Investor	41	16,36%	12,70%	10	18,11%	12,11%	10	18,36%	13,74%	10	16,95%	12,51%	12	
größer 50 Finanzinvestor	5	15,40%	14,40%	0	21,85%	8,48%	0	22,14%	6,95%	1	20,57%	6,46%	1	
größer 50 Investmentg.	10	7,32%	4,47%	4	6,16%	5,10%	3	5,17%	3,04%	2	5,09%	1,54%	3	
kleiner 50 strat. Investor	19	22,28%	26,33%	2	22,82%	24,89%	3	22,69%	23,67%	3	20,29%	19,92%	4	
kleiner 50 Finanzinvestor	6	3,59%	7,31%	2	0,95%	-0,35%	3	5,95%	5,44%	1	6,26%	8,20%	1	
kleiner 50 Investmentg.	7	-8,90%	-1,93%	5	-7,79%	-3,86%	4	-6,15%	-0,92%	5	1,18%	0,64%	3	

Tab A.21.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	7	19,52%	31,52%	1	19,33%	22,32%	1	22,80%	21,73%	1	21,59%	16,87%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	2	-8,11%	-8,11%	1	3,18%	3,18%	1	5,63%	5,63%	0	8,20%	8,20%	0
kleiner 10 Investmentg.	1	8,34%	8,34%	0	6,69%	6,69%	0	3,87%	3,87%	0	7,26%	7,26%	0
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	25,40%	22,08%	0	24,11%	24,89%	1	21,87%	23,67%	1	17,88%	19,92%	2
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	26,76%	26,76%	0	17,41%	17,41%	0	16,03%	16,03%	0	12,32%	12,32%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	5	-13,91%	-9,86%	4	-12,36%	-10,37%	4	-9,24%	-6,26%	4	0,45%	0,64%	2
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	2	29,17%	29,17%	0	41,90%	41,90%	0	40,11%	40,11%	0	39,19%	39,19%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	1,90%	1,90%	1	-13,12%	-13,12%	2	-0,65%	-0,65%	1	-0,71%	-0,71%	1
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	14	17,32%	13,71%	2	20,11%	17,75%	0	19,49%	16,67%	0	16,60%	14,02%	2
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	1	5,17%	5,17%	0	4,85%	4,85%	0	4,57%	4,57%	0	2,68%	2,68%	0
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-22,54%	-22,54%	1	-1,96%	-1,96%	1	1,78%	1,78%	0	-1,68%	-1,68%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	9	8,79%	5,48%	2	15,81%	12,11%	2	18,38%	16,33%	3	17,85%	17,79%	3
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	1	17,89%	17,89%	0	45,76%	45,76%	0	52,50%	52,50%	0	53,74%	53,74%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	4	-1,31%	-1,87%	3	-1,05%	3,01%	1	1,47%	1,51%	1	5,19%	1,05%	1
größer 90 strat. Investor	6	16,48%	15,78%	1	3,96%	3,23%	3	1,72%	1,12%	2	0,16%	-0,11%	3
größer 90 Finanzinvestor	1	14,40%	14,40%	0	8,48%	8,48%	0	6,95%	6,95%	0	6,46%	6,46%	0
größer 90 Investmentg.	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 strat. Investor	29	14,50%	13,13%	5	15,43%	12,11%	5	15,47%	13,74%	5	13,59%	12,51%	8
größer 50 Finanzinvestor	3	12,49%	14,40%	0	19,69%	8,48%	0	21,34%	6,95%	0	20,96%	6,46%	0
größer 50 Investmentg.	5	-5,55%	-2,13%	4	-1,23%	0,26%	2	1,53%	1,78%	1	3,82%	0,28%	2
kleiner 50 strat. Investor	18	22,84%	27,07%	1	24,41%	25,54%	2	24,41%	26,21%	2	22,04%	20,09%	3
kleiner 50 Finanzinvestor	5	2,87%	7,39%	2	-0,50%	-8,86%	3	5,20%	1,15%	1	5,46%	7,39%	1
kleiner 50 Investmentg.	7	-8,90%	-1,93%	5	-7,79%	-3,86%	4	-6,15%	-0,92%	5	1,18%	0,64%	3

Tab A.21.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	9	29,17%	37,70%	4	19,22%	22,01%	2	20,34%	26,65%	2	26,96%	26,83%	1	15,65%	21,07%	2
kleiner 10 Finanzinvestor	3	-1,05%	6,37%	1	9,20%	3,57%	1	19,05%	9,54%	1	15,98%	10,29%	1	25,59%	23,25%	0
kleiner 10 Investmentg.	3	-4,39%	-4,41%	2	9,15%	1,52%	1	2,93%	0,08%	1	5,37%	7,92%	1	5,35%	10,72%	1
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	67,81%	70,71%	0	42,81%	43,74%	0	39,50%	36,82%	0	29,68%	33,35%	0	21,50%	21,65%	0
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	34,09%	34,09%	0	27,10%	27,10%	0	13,54%	13,54%	0	9,54%	9,54%	0	13,21%	13,21%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	6	-10,39%	-3,97%	3	-12,43%	-2,73%	4	-10,32%	-8,92%	4	-6,29%	-0,74%	3	-0,16%	-0,22%	3
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	4	17,25%	20,36%	1	31,29%	31,88%	0	38,11%	41,55%	0	31,25%	36,46%	0	24,68%	19,30%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	74,02%	74,02%	0	-24,53%	-24,53%	2	-14,64%	-14,64%	2	-4,16%	-4,16%	1	-7,07%	-7,07%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-11,86%	-11,86%	1	8,13%	8,13%	0	1,92%	1,92%	0	-1,86%	-1,86%	1	-5,98%	-5,98%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	15	19,16%	24,77%	4	21,29%	15,43%	3	28,27%	29,19%	1	20,44%	22,92%	1	12,74%	7,54%	4
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	3	-3,12%	-0,91%	2	-3,78%	6,42%	1	-2,18%	6,34%	1	-4,89%	-0,28%	2	-6,38%	-2,43%	3
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-40,81%	-40,81%	1	-12,37%	-12,37%	1	5,19%	5,19%	0	-1,87%	-1,87%	1	-0,65%	-0,65%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	16	13,97%	17,24%	5	16,94%	16,41%	1	19,84%	16,00%	4	19,33%	19,69%	2	16,05%	15,37%	5
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	2	36,15%	36,15%	0	15,90%	15,90%	1	45,34%	45,34%	0	51,41%	51,41%	0	44,67%	44,67%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	9	19,89%	4,74%	3	15,50%	5,17%	4	7,34%	7,22%	2	7,50%	7,33%	0	5,21%	2,72%	2
größer 90 strat. Investor	10	52,79%	63,64%	3	21,90%	30,70%	3	20,32%	19,75%	0	13,72%	14,31%	3	10,84%	8,37%	3
größer 90 Finanzinvestor	1	36,28%	36,28%	0	22,95%	22,95%	0	11,64%	11,64%	0	4,39%	4,39%	0	4,36%	4,36%	0
größer 90 Investmentg.	2	43,95%	43,95%	0	47,93%	47,93%	0	41,40%	41,40%	0	120,13%	120,13%	0	-14,63%	-14,63%	1
größer 50 strat. Investor	41	25,34%	24,35%	12	19,74%	16,75%	7	23,04%	20,52%	5	18,37%	20,17%	6	13,57%	11,48%	12
größer 50 Finanzinvestor	6	16,54%	21,74%	2	7,24%	7,84%	2	15,96%	12,30%	1	15,43%	5,77%	2	12,43%	2,09%	3
größer 50 Investmentg.	12	18,84%	14,01%	4	18,58%	8,84%	5	12,84%	8,87%	2	25,49%	7,93%	1	1,41%	1,60%	4
kleiner 50 strat. Investor	22	42,81%	39,86%	5	31,07%	36,01%	2	31,41%	33,41%	2	28,94%	33,35%	1	19,68%	21,36%	2
kleiner 50 Finanzinvestor	6	29,83%	25,77%	1	0,94%	-10,07%	3	6,90%	0,55%	3	8,19%	5,75%	2	12,64%	13,91%	2
kleiner 50 Investmentg.	10	-8,74%	-8,14%	6	-3,90%	-0,60%	5	-5,12%	-3,06%	5	-2,35%	-0,70%	5	0,91%	-0,20%	5

Tab A.21.9: Stichtag, Vollzug

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	8	33,59%	38,82%	3	22,61%	24,27%	1	24,34%	29,63%	1	26,96%	26,83%	1	19,17%	24,50%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	2	-4,76%	-4,76%	1	12,02%	12,02%	1	23,81%	23,81%	1	18,82%	18,82%	1	31,08%	31,08%	0
kleiner 10 Investmentg.	3	-4,39%	-4,41%	2	9,15%	1,52%	1	2,93%	0,08%	1	5,37%	7,92%	1	5,35%	10,72%	1
größer 10 strat. Investor	9	67,81%	70,71%	0	42,81%	43,74%	0	39,50%	36,82%	0	29,68%	33,35%	0	21,50%	21,65%	0
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	34,09%	34,09%	0	27,10%	27,10%	0	13,54%	13,54%	0	9,54%	9,54%	0	13,21%	13,21%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	6	-10,39%	-3,97%	3	-12,43%	-2,73%	4	-10,32%	-8,92%	4	-6,29%	-0,74%	3	-0,16%	-0,22%	3
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	3	9,75%	1,09%	1	32,42%	35,87%	0	41,33%	54,64%	0	32,69%	46,00%	0	25,56%	16,56%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	74,02%	74,02%	0	-24,53%	-24,53%	2	-14,64%	-14,64%	2	-4,16%	-4,16%	1	-7,07%	-7,07%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-11,86%	-11,86%	1	8,13%	8,13%	0	1,92%	1,92%	0	-1,86%	-1,86%	1	-5,98%	-5,98%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	14	19,94%	25,87%	4	23,08%	16,87%	2	30,74%	31,23%	0	22,05%	23,60%	0	13,76%	9,11%	3
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	1	14,08%	14,08%	0	9,26%	9,26%	0	12,97%	12,97%	0	7,15%	7,15%	0	-2,43%	-2,43%	1
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-40,81%	-40,81%	1	-12,37%	-12,37%	1	5,19%	5,19%	0	-1,87%	-1,87%	1	-0,65%	-0,65%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	11	19,44%	23,72%	3	16,58%	16,06%	0	20,89%	14,01%	3	23,22%	19,73%	0	18,36%	12,41%	3
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	1	42,91%	42,91%	0	-3,39%	-3,39%	1	41,08%	41,08%	0	62,62%	62,62%	0	48,71%	48,71%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	7	11,42%	4,74%	2	4,44%	5,17%	3	2,78%	6,47%	2	7,46%	7,33%	0	5,71%	2,72%	1
größer 90 strat. Investor	6	79,26%	73,08%	0	25,83%	32,21%	1	19,09%	17,06%	0	14,32%	13,35%	2	6,64%	2,53%	2
größer 90 Finanzinvestor	1	36,28%	36,28%	0	22,95%	22,95%	0	11,64%	11,64%	0	4,39%	4,39%	0	4,36%	4,36%	0
größer 90 Investmentg.	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 strat. Investor	31	31,24%	27,04%	7	21,30%	16,75%	3	24,99%	20,52%	3	20,97%	22,22%	2	14,01%	10,69%	8
größer 50 Finanzinvestor	3	31,09%	36,28%	0	9,61%	9,26%	1	21,90%	12,97%	0	24,72%	7,15%	0	16,88%	4,36%	1
größer 50 Investmentg.	8	4,90%	3,18%	3	2,33%	2,34%	4	3,09%	5,83%	2	6,30%	6,02%	1	4,92%	1,60%	2
kleiner 50 strat. Investor	20	45,41%	42,71%	4	33,17%	36,56%	1	33,71%	33,49%	1	29,05%	33,43%	1	21,18%	21,36%	1
kleiner 50 Finanzinvestor	5	34,52%	26,64%	1	0,41%	-23,70%	3	6,37%	-8,45%	3	7,77%	1,97%	2	12,24%	13,21%	2
kleiner 50 Investmentg.	10	-8,74%	-8,14%	6	-3,90%	-0,60%	5	-5,12%	-3,06%	5	-2,35%	-0,70%	5	0,91%	-0,20%	5

Tab A.21.10: Stichtag, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	7	22,93%	41,12%	3	17,41%	25,04%	1	19,25%	30,24%	1	22,47%	22,45%	1	13,69%	20,26%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	3	-11,43%	-6,52%	2	-3,14%	3,78%	1	6,04%	9,76%	1	3,49%	10,51%	1	13,88%	14,60%	0
kleiner 10 Investmentg.	1	7,08%	7,08%	0	36,89%	36,89%	0	0,15%	0,15%	0	7,99%	7,99%	0	15,17%	15,17%	0
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	52,67%	53,14%	0	30,89%	33,82%	0	29,13%	33,57%	1	19,98%	20,67%	2	12,20%	9,57%	3
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	34,15%	34,15%	0	27,15%	27,15%	0	13,59%	13,59%	0	9,59%	9,59%	0	13,21%	13,21%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	5	-12,15%	-12,28%	3	-15,86%	-3,99%	4	-11,99%	-11,57%	4	-5,26%	-1,47%	3	3,74%	0,97%	2
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	3	10,57%	6,30%	1	28,83%	36,00%	1	38,08%	54,79%	1	28,02%	41,23%	1	20,18%	16,56%	1
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	74,15%	74,15%	0	-24,47%	-24,47%	2	-14,57%	-14,57%	2	-4,07%	-4,07%	1	-7,07%	-7,07%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-11,81%	-11,81%	1	8,20%	8,20%	0	1,98%	1,98%	0	-1,80%	-1,80%	1	-5,98%	-5,98%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	15	17,43%	17,20%	4	19,82%	5,85%	4	26,54%	26,21%	1	18,85%	15,98%	1	11,40%	7,54%	5
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	2	6,66%	6,66%	1	7,92%	7,92%	0	9,74%	9,74%	0	3,51%	3,51%	1	-1,30%	-1,30%	2
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-40,78%	-40,78%	1	-12,33%	-12,33%	1	5,24%	5,24%	0	-1,83%	-1,83%	1	-0,65%	-0,65%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	14	9,54%	11,15%	6	12,30%	10,67%	2	15,43%	13,38%	5	15,37%	16,82%	2	11,68%	9,90%	6
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	2	36,26%	36,26%	0	15,99%	15,99%	1	45,45%	45,45%	0	51,54%	51,54%	0	44,67%	44,67%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	6	18,91%	-2,84%	4	17,23%	-1,21%	4	5,22%	3,24%	3	4,80%	5,45%	0	1,05%	0,43%	2
größer 90 strat. Investor	10	40,70%	56,61%	3	12,93%	6,13%	4	11,86%	14,38%	2	4,78%	3,14%	4	2,21%	-0,34%	5
größer 90 Finanzinvestor	1	36,35%	36,35%	0	23,02%	23,02%	0	11,70%	11,70%	0	4,45%	4,45%	0	4,36%	4,36%	0
größer 90 Investmentg.	2	44,02%	44,02%	0	48,00%	48,00%	0	41,48%	41,48%	0	120,25%	120,25%	0	-14,63%	-14,63%	1
größer 50 strat. Investor	39	20,41%	19,40%	13	15,21%	9,35%	10	18,65%	16,81%	8	13,82%	11,67%	7	8,86%	6,41%	17
größer 50 Finanzinvestor	5	24,44%	29,47%	1	14,17%	9,35%	1	24,42%	13,06%	0	22,91%	7,23%	1	18,22%	4,36%	2
größer 50 Investmentg.	9	17,86%	-0,40%	5	20,78%	-0,43%	5	13,28%	7,26%	3	29,72%	6,13%	1	-2,62%	0,39%	4
kleiner 50 strat. Investor	19	35,07%	41,12%	4	25,60%	28,00%	2	26,90%	33,43%	3	22,17%	22,45%	4	14,01%	16,56%	5
kleiner 50 Finanzinvestor	6	24,69%	16,67%	2	-5,20%	-9,94%	3	0,43%	0,70%	3	1,98%	5,83%	2	6,78%	8,49%	2
kleiner 50 Investmentg.	7	-9,35%	-11,81%	4	-4,88%	-1,31%	4	-8,26%	-6,14%	4	-2,87%	-1,47%	4	3,99%	0,97%	3

Tab A.21.11: Stichtag, Wert

(Fortsetzung Tabellen A.21: Übernahmeprämien bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter für strategische Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.	Ø	Median	neg.
kleiner 10 strat. Investor	7	22,93%	41,12%	3	17,41%	25,04%	1	19,25%	30,24%	1	22,47%	22,45%	1	13,69%	20,26%	1
kleiner 10 Finanzinvestor	2	-20,44%	-20,44%	2	-6,59%	-6,59%	1	4,17%	4,17%	1	-0,02%	-0,02%	1	13,51%	13,51%	0
kleiner 10 Investmentg.	1	7,08%	7,08%	0	36,89%	36,89%	0	0,15%	0,15%	0	7,99%	7,99%	0	15,17%	15,17%	0
größer 10 kleiner 33,33 strat. Investor	9	52,67%	53,14%	0	30,89%	33,82%	0	29,13%	33,57%	1	19,98%	20,67%	2	12,20%	9,57%	3
größer 10 kleiner 33,33 Finanzinvestor	1	34,15%	34,15%	0	27,15%	27,15%	0	13,59%	13,59%	0	9,59%	9,59%	0	13,21%	13,21%	0
größer 10 kleiner 33,33 Investmentg.	5	-12,15%	-12,28%	3	-15,86%	-3,99%	4	-11,99%	-11,57%	4	-5,26%	-1,47%	3	3,74%	0,97%	2
größer 33,33 kleiner 50 strat. Investor	2	12,70%	12,70%	1	44,61%	44,61%	0	58,27%	58,27%	0	43,76%	43,76%	0	33,89%	33,89%	0
größer 33,33 kleiner 50 Finanzinvestor	2	74,15%	74,15%	0	-24,47%	-24,47%	2	-14,57%	-14,57%	2	-4,07%	-4,07%	1	-7,07%	-7,07%	2
größer 33,33 kleiner 50 Investmentg.	1	-11,81%	-11,81%	1	8,20%	8,20%	0	1,98%	1,98%	0	-1,80%	-1,80%	1	-5,98%	-5,98%	1
größer 50 kleiner 66,66 strat. Investor	14	18,08%	18,91%	4	21,50%	10,68%	3	28,88%	26,58%	0	20,34%	19,15%	0	12,33%	9,11%	4
größer 50 kleiner 66,66 Finanzinvestor	1	14,17%	14,17%	0	9,35%	9,35%	0	13,06%	13,06%	0	7,23%	7,23%	0	-2,43%	-2,43%	1
größer 50 kleiner 66,66 Investmentg.	1	-40,78%	-40,78%	1	-12,33%	-12,33%	1	5,24%	5,24%	0	-1,83%	-1,83%	1	-0,65%	-0,65%	1
größer 66,66 kleiner 90 strat. Investor	9	16,72%	23,09%	3	12,86%	12,62%	0	17,75%	13,86%	3	21,39%	16,92%	0	15,65%	11,48%	3
größer 66,66 kleiner 90 Finanzinvestor	1	43,05%	43,05%	0	-3,29%	-3,29%	1	41,23%	41,23%	0	62,79%	62,79%	0	48,71%	48,71%	0
größer 66,66 kleiner 90 Investmentg.	4	3,56%	-7,34%	3	-1,33%	-3,29%	3	-3,87%	-1,17%	3	3,35%	2,95%	0	-0,14%	0,43%	1
größer 90 strat. Investor	6	60,47%	58,11%	0	12,76%	6,13%	2	6,90%	8,13%	2	1,17%	-2,83%	3	-5,87%	-8,69%	4
größer 90 Finanzinvestor	1	36,35%	36,35%	0	23,02%	23,02%	0	11,70%	11,70%	0	4,45%	4,45%	0	4,36%	4,36%	0
größer 90 Investmentg.	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
größer 50 strat. Investor	29	26,02%	21,85%	7	16,76%	10,02%	5	20,62%	17,43%	5	16,38%	11,52%	3	9,19%	9,50%	12
größer 50 Finanzinvestor	3	31,19%	36,35%	0	9,69%	9,35%	1	22,00%	13,06%	0	24,82%	7,23%	0	16,88%	4,36%	1
größer 50 Investmentg.	5	-5,31%	-9,39%	4	-3,53%	-4,59%	4	-2,04%	-0,78%	3	2,32%	1,14%	1	-0,24%	0,39%	2
kleiner 50 strat. Investor	18	36,67%	42,51%	4	27,17%	30,91%	1	28,52%	33,50%	2	23,59%	28,44%	3	15,19%	18,41%	4
kleiner 50 Finanzinvestor	5	28,32%	26,77%	2	-6,99%	-23,65%	3	-1,44%	-8,35%	3	0,28%	2,07%	2	5,22%	3,78%	2
kleiner 50 Investmentg.	7	-9,35%	-11,81%	4	-4,88%	-1,31%	4	-8,26%	-6,14%	4	-2,87%	-1,47%	4	3,99%	0,97%	3

Tab A.21.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.22: Übernahmeprämien von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	65	24,79%	23,82%	10	25,28%	24,77%	7	25,29%	23,06%	8	23,90%	20,02%	10
Finanzinvestor	12	10,05%	6,91%	3	10,18%	7,72%	4	13,62%	8,46%	4	12,82%	4,72%	4
Investmentg.	23	6,27%	2,61%	8	5,77%	4,54%	7	5,97%	4,42%	7	5,33%	1,89%	7
strat. Investor Schweizer	28	18,09%	19,16%	5	18,28%	17,76%	4	16,92%	16,21%	4	15,99%	12,17%	5
strat. Investor Internationaler	27	34,62%	31,20%	1	33,10%	28,96%	1	32,67%	28,56%	2	32,05%	28,49%	3
strat. Investor Deutscher	10	17,01%	19,18%	4	23,74%	23,64%	2	28,80%	27,98%	2	23,28%	21,60%	2
Finanzinvestor Schweizer	8	12,02%	13,39%	1	13,38%	9,78%	1	14,90%	8,83%	2	13,75%	7,59%	2
Finanzinvestor Internationaler	3	6,38%	-4,89%	2	9,74%	-12,11%	2	16,03%	0,40%	1	15,27%	2,63%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
Investmentg. Schweizer	17	11,45%	3,64%	5	9,25%	4,54%	5	9,53%	6,55%	5	7,40%	8,30%	4
Investmentg. Internationaler	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
Investmentg. Deutscher	5	-10,22%	-5,95%	3	-5,35%	8,89%	2	-4,84%	4,42%	1	-0,30%	0,28%	2

Tab A.22.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	51	25,35%	28,37%	5	25,44%	25,31%	2	25,17%	23,06%	4	22,81%	18,95%	7
Finanzinvestor	8	12,59%	13,39%	2	11,44%	9,78%	3	16,09%	8,46%	2	14,99%	4,72%	2
Investmentg.	18	-2,69%	0,55%	8	-0,75%	3,34%	7	0,79%	3,42%	7	2,88%	0,45%	7
strat. Investor Schweizer	21	21,71%	20,77%	2	22,41%	18,64%	1	21,13%	16,63%	1	18,83%	12,17%	3
strat. Investor Internationaler	22	29,33%	30,76%	1	26,20%	27,21%	1	25,47%	25,99%	2	24,74%	22,29%	3
strat. Investor Deutscher	8	23,94%	21,40%	2	31,32%	36,41%	0	34,95%	35,22%	1	27,93%	26,09%	1
Finanzinvestor Schweizer	4	19,10%	21,19%	0	19,11%	15,30%	0	21,13%	12,11%	0	19,01%	8,90%	0
Finanzinvestor Internationaler	3	6,38%	-4,89%	2	9,74%	-12,11%	2	16,03%	0,40%	1	15,27%	2,63%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
Investmentg. Schweizer	13	2,51%	0,98%	5	2,16%	4,45%	5	3,90%	4,17%	5	4,68%	1,58%	4
Investmentg. Internationaler	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
Investmentg. Deutscher	4	-20,43%	-12,01%	3	-10,95%	3,57%	2	-9,02%	3,33%	1	-1,83%	-0,70%	2

Tab A.22.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.22: Übernahmeprämien von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	60	19,96%	18,66%	11	20,70%	18,68%	12	20,97%	16,65%	13	18,89%	16,43%	16
Finanzinvestor	11	9,75%	7,62%	2	9,55%	7,93%	3	13,11%	8,66%	3	12,08%	4,85%	3
Investmentg.	17	6,31%	0,50%	8	5,52%	3,02%	6	5,43%	4,01%	6	6,14%	1,81%	5
strat. Investor Schweizer	26	13,22%	10,80%	5	13,91%	13,05%	8	12,60%	10,31%	8	10,55%	5,23%	9
strat. Investor Internationaler	24	28,98%	26,85%	2	27,27%	25,31%	2	27,27%	24,28%	3	26,55%	19,88%	5
strat. Investor Deutscher	10	15,85%	19,18%	4	22,57%	23,64%	2	27,60%	27,98%	2	22,19%	21,41%	2
Finanzinvestor Schweizer	7	17,13%	19,16%	0	18,47%	11,62%	0	19,75%	9,00%	1	17,94%	10,33%	1
Finanzinvestor Internationaler	3	-5,97%	-4,89%	2	-3,34%	-12,11%	2	3,28%	0,40%	1	3,10%	2,63%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
Investmentg. Schweizer	11	13,00%	0,50%	5	9,02%	3,02%	4	8,36%	4,01%	4	6,00%	1,81%	3
Investmentg. Internationaler	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
Investmentg. Deutscher	5	-7,26%	-5,95%	3	-1,52%	8,89%	2	0,16%	4,42%	1	7,98%	5,81%	1

Tab A.22.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	47	20,05%	20,12%	6	20,41%	19,08%	6	20,39%	16,82%	8	17,87%	16,91%	11
Finanzinvestor	8	7,96%	8,55%	2	6,53%	9,78%	3	11,31%	8,46%	2	10,42%	4,72%	2
Investmentg.	12	-7,11%	-3,05%	8	-4,37%	-0,75%	6	-2,57%	0,17%	6	2,80%	0,44%	5
strat. Investor Schweizer	20	17,30%	19,01%	2	18,60%	15,41%	4	17,36%	11,58%	4	14,99%	9,76%	5
strat. Investor Internationaler	19	21,91%	24,56%	2	18,34%	24,47%	2	18,08%	21,65%	3	17,23%	17,02%	5
strat. Investor Deutscher	8	22,48%	21,40%	2	29,85%	32,28%	0	33,46%	32,77%	1	26,57%	24,47%	1
Finanzinvestor Schweizer	4	19,10%	21,19%	0	19,11%	15,30%	0	21,13%	12,11%	0	19,01%	8,90%	0
Finanzinvestor Internationaler	3	-5,97%	-4,89%	2	-3,34%	-12,11%	2	3,28%	0,40%	1	3,10%	2,63%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	5,24%	5,24%	0	-14,17%	-14,17%	1	-3,90%	-3,90%	1	-1,93%	-1,93%	1
Investmentg. Schweizer	7	-2,71%	-1,28%	5	-4,29%	-2,73%	4	-2,77%	-1,24%	4	0,15%	0,59%	3
Investmentg. Internationaler	1	0,60%	0,60%	0	2,23%	2,23%	0	-0,40%	-0,40%	1	-1,60%	-1,60%	1
Investmentg. Deutscher	4	-16,74%	-12,01%	3	-6,17%	3,57%	2	-2,77%	3,33%	1	8,53%	3,64%	1

Tab A.22.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.22: Übernahmeprämien von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	65	23,16%	22,38%	10	24,15%	23,86%	8	24,10%	21,72%	9	23,04%	20,45%	9
Finanzinvestor	12	9,33%	8,13%	3	11,14%	6,51%	4	13,86%	5,76%	3	13,52%	7,74%	3
Investmentg.	23	2,02%	4,46%	9	2,07%	5,09%	9	2,35%	3,76%	8	3,46%	1,25%	8
strat. Investor Schweizer	28	16,38%	17,76%	5	16,91%	16,02%	4	16,08%	15,70%	5	15,47%	13,26%	4
strat. Investor Internationaler	27	33,75%	29,48%	1	32,48%	28,53%	1	31,94%	26,85%	2	30,88%	27,94%	3
strat. Investor Deutscher	10	13,54%	15,56%	4	21,94%	22,94%	3	25,39%	23,74%	2	22,34%	19,27%	2
Finanzinvestor Schweizer	8	11,01%	10,81%	1	14,32%	8,32%	1	14,87%	8,34%	2	13,86%	8,37%	2
Finanzinvestor Internationaler	3	4,96%	-5,23%	2	10,61%	-8,86%	2	16,61%	1,15%	0	16,39%	9,01%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	9,03%	9,03%	0	-12,71%	-12,71%	1	-2,45%	-2,45%	1	2,15%	2,15%	0
Investmentg. Schweizer	17	6,03%	5,61%	5	4,62%	5,09%	7	5,02%	3,83%	6	5,20%	1,82%	5
Investmentg. Internationaler	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1
Investmentg. Deutscher	5	-10,99%	-2,13%	3	-6,31%	5,77%	2	-6,12%	2,26%	1	-1,53%	0,28%	2

Tab A.22.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	51	23,34%	24,22%	5	23,81%	22,97%	3	23,67%	21,71%	4	21,68%	18,25%	6
Finanzinvestor	8	11,02%	11,71%	2	11,95%	6,66%	3	15,93%	5,76%	1	15,82%	7,74%	1
Investmentg.	18	-3,03%	-0,46%	9	-1,12%	2,85%	8	0,56%	2,62%	7	2,65%	0,46%	7
strat. Investor Schweizer	21	19,59%	18,86%	2	20,74%	17,49%	1	20,06%	16,33%	1	18,16%	13,26%	2
strat. Investor Internationaler	22	28,17%	29,22%	1	24,71%	25,54%	1	24,49%	24,10%	2	23,24%	20,97%	3
strat. Investor Deutscher	8	19,91%	22,16%	2	29,39%	35,87%	1	30,91%	34,75%	1	26,61%	25,85%	1
Finanzinvestor Schweizer	4	16,06%	16,14%	0	19,12%	12,94%	0	20,01%	11,49%	0	18,80%	9,39%	0
Finanzinvestor Internationaler	3	4,96%	-5,23%	2	10,61%	-8,86%	2	16,61%	1,15%	0	16,39%	9,01%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	9,03%	9,03%	0	-12,71%	-12,71%	1	-2,45%	-2,45%	1	2,15%	2,15%	0
Investmentg. Schweizer	13	2,42%	2,44%	5	2,15%	5,09%	6	4,08%	3,76%	5	4,79%	1,82%	4
Investmentg. Internationaler	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1
Investmentg. Deutscher	4	-21,22%	-12,33%	3	-12,19%	1,91%	2	-10,58%	2,02%	1	-3,31%	-0,70%	2

Tab A.22.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.22: Übernahmeprämien von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	60	18,24%	16,45%	12	19,60%	17,75%	13	19,73%	16,03%	13	18,01%	15,03%	16
Finanzinvestor	11	8,96%	7,39%	2	10,45%	8,17%	3	13,31%	6,95%	2	12,77%	7,39%	2
Investmentg.	17	0,64%	-1,12%	9	0,42%	0,61%	7	0,51%	1,78%	7	3,48%	1,25%	6
strat. Investor Schweizer	26	11,33%	11,68%	6	12,47%	10,04%	8	11,70%	7,58%	8	10,02%	3,92%	8
strat. Investor Internationaler	24	28,14%	25,67%	2	26,81%	24,66%	2	26,53%	22,72%	3	25,29%	19,11%	6
strat. Investor Deutscher	10	12,42%	15,56%	4	20,83%	22,94%	3	24,29%	23,74%	2	21,30%	17,60%	2
Finanzinvestor Schweizer	7	15,86%	14,40%	0	19,26%	8,48%	0	19,49%	9,73%	1	17,93%	10,29%	1
Finanzinvestor Internationaler	3	-7,15%	-5,23%	2	-2,39%	-8,86%	2	4,14%	1,15%	0	4,28%	7,39%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	5,24%	9,03%	0	-14,17%	-12,71%	1	-3,90%	-2,45%	1	-1,93%	2,15%	1
Investmentg. Schweizer	11	4,72%	2,44%	5	1,70%	0,26%	5	1,48%	0,76%	5	2,68%	1,25%	4
Investmentg. Internationaler	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1
Investmentg. Deutscher	5	-7,99%	-2,13%	3	-2,43%	5,77%	2	-1,38%	2,26%	1	6,17%	5,58%	1

Tab A.22.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	47	17,96%	17,83%	6	18,80%	19,24%	7	18,84%	17,61%	7	16,69%	15,27%	11
Finanzinvestor	8	6,47%	8,21%	2	7,08%	6,66%	3	11,25%	5,76%	1	11,27%	6,92%	1
Investmentg.	12	-7,51%	-2,03%	9	-5,05%	-0,85%	6	-2,95%	0,03%	6	2,28%	0,46%	5
strat. Investor Schweizer	20	15,07%	15,11%	2	16,92%	11,91%	4	16,25%	10,65%	3	14,31%	8,38%	4
strat. Investor Internationaler	19	20,76%	22,08%	2	16,92%	23,86%	2	17,05%	21,73%	3	15,57%	16,87%	6
strat. Investor Deutscher	8	18,52%	22,16%	2	28,00%	29,08%	1	29,54%	28,53%	1	25,32%	21,59%	1
Finanzinvestor Schweizer	4	16,06%	16,14%	0	19,12%	12,94%	0	20,01%	11,49%	0	18,80%	9,39%	0
Finanzinvestor Internationaler	3	-7,15%	-5,23%	2	-2,39%	-8,86%	2	4,14%	1,15%	0	4,28%	7,39%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	5,24%	9,03%	0	-14,17%	-12,71%	1	-3,90%	-2,45%	1	-1,93%	2,15%	1
Investmentg. Schweizer	7	-2,73%	-1,93%	5	-4,56%	-3,86%	4	-2,29%	-0,92%	4	0,48%	0,64%	3
Investmentg. Internationaler	1	-1,12%	-1,12%	1	0,61%	0,61%	0	-0,70%	-0,70%	1	-1,26%	-1,26%	1
Investmentg. Deutscher	4	-17,47%	-12,33%	3	-7,34%	1,91%	2	-4,66%	2,02%	1	6,31%	3,77%	1

Tab A.22.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.22: Übernahmeprämien von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	63	31,44%	27,04%	17	23,70%	22,01%	9	25,96%	27,82%	7	21,95%	22,28%	7	15,70%	16,56%	14
Finanzinvestor	12	23,18%	25,77%	3	4,09%	5,00%	5	11,43%	10,59%	4	11,81%	5,77%	4	12,53%	8,78%	5
Investmentg.	22	6,31%	3,01%	10	8,36%	0,85%	10	4,68%	5,83%	7	12,84%	5,40%	6	1,18%	0,72%	9
strat. Investor Schweizer	28	29,11%	25,34%	6	18,44%	16,09%	5	21,49%	19,91%	4	17,28%	16,88%	5	10,92%	6,90%	8
strat. Investor Internationaler	25	38,79%	37,61%	6	32,23%	30,13%	1	29,17%	33,27%	2	25,18%	24,59%	1	21,01%	24,42%	4
strat. Investor Deutscher	10	19,57%	11,06%	5	17,08%	12,35%	3	30,46%	34,66%	1	26,47%	30,34%	1	15,82%	17,60%	2
Finanzinvestor Schweizer	8	17,46%	21,74%	2	9,26%	7,84%	2	14,86%	12,30%	1	14,05%	8,34%	2	12,80%	8,78%	3
Finanzinvestor Internationaler	3	5,70%	24,90%	1	-0,44%	-24,24%	2	13,06%	-8,45%	2	13,20%	1,97%	1	17,69%	23,25%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	121,40%	121,40%	0	-23,70%	-23,70%	1	-20,83%	-20,83%	1	-10,28%	-10,28%	1	-5,05%	-5,05%	1
Investmentg. Schweizer	16	14,34%	4,56%	6	11,56%	-0,14%	8	7,97%	6,74%	6	19,04%	6,71%	3	1,85%	1,04%	6
Investmentg. Internationaler	1	-11,86%	-11,86%	1	8,13%	8,13%	0	1,92%	1,92%	0	-1,86%	-1,86%	1	-5,98%	-5,98%	1
Investmentg. Deutscher	5	-15,77%	-23,59%	3	-1,83%	12,51%	2	-5,30%	5,19%	1	-4,07%	0,09%	2	0,50%	0,39%	2

Tab A.22.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	51	36,80%	37,61%	11	25,96%	22,01%	4	28,41%	28,91%	4	24,14%	22,92%	3	16,82%	16,56%	9
Finanzinvestor	8	33,23%	30,36%	1	3,86%	2,94%	4	12,20%	12,30%	3	14,13%	5,77%	2	13,98%	8,78%	3
Investmentg.	18	-2,68%	-1,39%	9	-1,13%	-0,16%	9	-1,47%	1,40%	7	1,49%	1,84%	6	2,69%	0,72%	7
strat. Investor Schweizer	21	35,08%	39,64%	4	21,68%	16,75%	2	26,86%	20,17%	1	20,73%	16,88%	2	13,54%	7,40%	4
strat. Investor Internationaler	22	42,27%	37,65%	4	30,49%	28,98%	1	27,38%	30,90%	2	24,37%	24,44%	1	19,38%	20,43%	4
strat. Investor Deutscher	8	26,28%	30,37%	3	24,71%	26,51%	1	35,29%	40,27%	1	32,44%	32,99%	0	18,41%	18,61%	1
Finanzinvestor Schweizer	4	31,84%	35,18%	0	13,98%	16,11%	1	19,81%	13,26%	0	20,92%	8,34%	0	15,96%	8,78%	1
Finanzinvestor Internationaler	3	5,70%	24,90%	1	-0,44%	-24,24%	2	13,06%	-8,45%	2	13,20%	1,97%	1	17,69%	23,25%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	121,40%	121,40%	0	-23,70%	-23,70%	1	-20,83%	-20,83%	1	-10,28%	-10,28%	1	-5,05%	-5,05%	1
Investmentg. Schweizer	13	6,55%	4,39%	5	0,71%	-0,49%	7	0,91%	0,89%	6	4,78%	4,71%	3	4,39%	1,12%	4
Investmentg. Internationaler	1	-11,86%	-11,86%	1	8,13%	8,13%	0	1,92%	1,92%	0	-1,86%	-1,86%	1	-5,98%	-5,98%	1
Investmentg. Deutscher	4	-30,38%	-32,20%	3	-9,41%	0,07%	2	-10,07%	2,64%	1	-8,35%	-0,89%	2	-0,65%	-0,13%	2

Tab A.22.10: Stichtag, Vollzug, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.22: Übernahmeprämien von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	58	25,32%	23,44%	17	18,71%	16,50%	12	21,45%	21,04%	11	16,67%	14,72%	11	10,74%	8,95%	21
Finanzinvestor	11	24,58%	26,77%	3	3,60%	6,49%	4	11,33%	11,70%	3	11,50%	7,23%	3	11,98%	4,36%	4
Investmentg.	16	5,95%	-2,84%	9	9,55%	-0,87%	9	3,85%	1,07%	7	15,46%	2,35%	5	0,27%	0,43%	7
strat. Investor Schweizer	26	23,44%	14,57%	6	14,05%	8,28%	7	17,48%	14,08%	7	11,89%	11,11%	7	6,37%	0,33%	13
strat. Investor Internationaler	22	30,70%	28,20%	6	25,50%	25,31%	2	22,54%	27,43%	3	18,36%	21,50%	3	14,02%	15,41%	6
strat. Investor Deutscher	10	18,36%	11,15%	5	15,90%	12,45%	3	29,37%	34,77%	1	25,38%	30,48%	1	14,88%	15,40%	2
Finanzinvestor Schweizer	7	23,28%	29,47%	1	14,54%	9,35%	1	20,78%	13,06%	0	19,23%	9,59%	1	16,99%	13,21%	2
Finanzinvestor Internationaler	3	-4,70%	-6,52%	2	-12,82%	-24,15%	2	0,00%	-8,35%	2	0,68%	2,07%	1	5,98%	3,78%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	121,54%	121,54%	0	-23,65%	-23,65%	1	-20,78%	-20,78%	1	-10,22%	-10,22%	1	-5,05%	-5,05%	1
Investmentg. Schweizer	10	16,86%	2,03%	5	14,14%	-1,65%	7	6,51%	-1,17%	6	24,05%	4,17%	2	-3,14%	-0,31%	5
Investmentg. Internationaler	1	-11,81%	-11,81%	1	8,20%	8,20%	0	1,98%	1,98%	0	-1,80%	-1,80%	1	-5,98%	-5,98%	1
Investmentg. Deutscher	5	-12,31%	-23,56%	3	0,64%	12,55%	2	-1,07%	5,24%	1	1,73%	0,13%	2	8,35%	5,10%	1

Tab A.22.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
strategischer Investor	47	30,35%	31,59%	11	20,90%	17,70%	6	23,81%	24,72%	7	19,34%	16,92%	6	11,74%	9,57%	15
Finanzinvestor	8	29,40%	30,46%	2	-0,74%	3,03%	4	7,35%	12,38%	3	9,48%	5,84%	2	9,59%	4,07%	3
Investmentg.	12	-7,67%	-10,60%	8	-4,32%	-2,99%	8	-5,67%	-1,17%	7	-0,71%	0,12%	5	2,22%	0,43%	5
strat. Investor Schweizer	20	29,23%	31,78%	4	17,96%	14,06%	3	23,36%	17,00%	3	16,97%	13,42%	3	9,66%	2,29%	8
strat. Investor Internationaler	19	33,88%	31,59%	4	23,02%	25,04%	2	20,02%	26,95%	3	16,89%	20,67%	3	11,61%	11,48%	6
strat. Investor Deutscher	8	24,76%	30,46%	3	23,22%	26,62%	1	33,91%	38,15%	1	31,06%	33,60%	0	17,23%	17,60%	1
Finanzinvestor Schweizer	4	31,93%	35,25%	0	14,06%	16,18%	1	19,89%	13,32%	0	21,01%	8,41%	0	15,96%	8,78%	1
Finanzinvestor Internationaler	3	-4,70%	-6,52%	2	-12,82%	-24,15%	2	0,00%	-8,35%	2	0,68%	2,07%	1	5,98%	3,78%	1
Finanzinvestor Deutscher	1	121,54%	121,54%	0	-23,65%	-23,65%	1	-20,78%	-20,78%	1	-10,22%	-10,22%	1	-5,05%	-5,05%	1
Investmentg. Schweizer	7	3,44%	-5,28%	4	-4,96%	-3,99%	6	-7,26%	-6,14%	6	-0,33%	1,14%	2	-0,57%	0,47%	3
Investmentg. Internationaler	1	-11,81%	-11,81%	1	8,20%	8,20%	0	1,98%	1,98%	0	-1,80%	-1,80%	1	-5,98%	-5,98%	1
Investmentg. Deutscher	4	-26,07%	-32,17%	3	-6,33%	0,11%	2	-4,80%	2,69%	1	-1,11%	-0,85%	2	9,16%	7,78%	1

Tab A.22.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.23: Übernahmeprämien bei bedingten und bedingungslosen Angeboten

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	59	21,86%	22,78%	14	21,98%	22,62%	12	23,32%	21,87%	12	23,66%	18,54%	12
bedingungsloses Angebot	41	14,30%	15,67%	7	14,66%	12,49%	6	13,88%	11,86%	7	10,59%	9,29%	9
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	45	22,91%	23,23%	9	23,99%	24,47%	8	24,83%	22,30%	8	25,29%	18,77%	6
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	14	18,48%	6,60%	5	15,51%	2,99%	4	18,48%	4,39%	4	15,52%	8,20%	6

Tab A.23.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	50	20,19%	23,01%	11	19,89%	22,19%	9	21,49%	20,31%	9	21,16%	18,26%	11
bedingungsloses Angebot	27	12,43%	13,40%	4	14,11%	11,62%	3	13,03%	11,44%	4	10,26%	9,29%	5
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	38	21,02%	23,53%	7	21,48%	23,80%	6	22,39%	22,09%	6	21,98%	18,54%	5
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	12	17,54%	6,60%	4	14,84%	2,99%	3	18,66%	4,39%	3	18,56%	6,96%	6

Tab A.23.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	51	18,05%	14,24%	13	18,47%	15,96%	14	20,36%	13,59%	14	20,36%	12,17%	14
bedingungsloses Angebot	37	13,28%	11,45%	8	13,48%	11,62%	7	12,33%	9,51%	8	8,99%	5,81%	10
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	37	20,18%	18,99%	7	21,68%	21,04%	7	23,20%	16,67%	7	23,22%	16,91%	6
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	14	12,42%	5,00%	6	9,99%	-0,12%	7	12,83%	0,13%	7	12,79%	-1,00%	8

Tab A.23.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	44	14,50%	12,76%	11	14,51%	15,57%	12	16,76%	13,31%	12	16,81%	12,12%	13
bedingungsloses Angebot	23	12,29%	13,08%	5	13,94%	11,62%	3	12,20%	9,51%	4	9,43%	4,85%	5
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	32	16,01%	18,44%	6	16,80%	20,06%	6	18,51%	16,65%	6	18,67%	16,51	5
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	12	10,48%	5,00%	5	8,41%	-0,12%	6	12,07%	0,13%	6	11,87%	-1,44%	8

Tab A.23.4: Durchschnitt, Wert, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.23: Übernahmeprämien bei bedingten und bedingungslosen Angeboten)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	59	20,10%	17,89%	14	21,31%	19,24%	13	22,55%	19,24%	11	23,05%	18,29%	11
bedingungsloses Angebot	41	11,66%	13,08%	8	12,05%	10,86%	8	11,13%	8,74%	9	9,26%	7,84%	9
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	45	21,05%	21,83%	9	23,57%	22,97%	8	24,22%	19,89%	7	24,96%	18,29%	6
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	14	17,03%	7,25%	5	14,04%	4,05%	5	17,22%	6,55%	4	17,06%	10,87%	5

Tab A.23.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	50	18,19%	19,86%	11	18,91%	19,19%	10	20,41%	18,65%	8	20,36%	18,10%	10
bedingungsloses Angebot	27	11,66%	13,08%	5	12,75%	10,86%	4	12,00%	8,74%	4	9,71%	9,31%	4
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	38	18,86%	22,18%	7	20,73%	22,15%	6	21,49%	19,56%	5	21,50%	18,10%	5
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	12	16,07%	7,25%	4	13,15%	4,05%	4	17,02%	6,55%	3	16,73%	10,63%	5

Tab A.23.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	51	16,06%	10,77%	13	17,80%	15,21%	15	19,48%	12,55%	12	19,62%	13,26%	14
bedingungsloses Angebot	37	10,40%	10,12%	10	10,55%	8,83%	8	9,33%	7,01%	10	7,55%	4,70%	10
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	37	18,04%	15,12%	7	21,29%	19,24%	7	22,47%	17,61%	6	22,76%	16,45%	7
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	14	10,82%	4,56%	6	8,58%	-2,03%	8	11,56%	0,58%	6	11,33%	0,54%	7

Tab A.23.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	44	12,33%	10,71%	11	13,57%	13,66%	13	15,59%	11,94%	10	15,89%	11,74%	13
bedingungsloses Angebot	23	11,45%	13,13%	6	12,29%	8,96%	3	11,04%	7,01%	4	8,82%	4,70%	4
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	32	13,64%	15,11%	6	16,12%	18,36%	6	17,53%	16,97%	5	18,08%	16,11%	6
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	12	8,83%	4,56%	5	6,77%	-2,03%	7	10,42%	0,58%	5	10,05%	-1,37%	7

Tab A.23.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.23: Übernahmeprämien bei bedingten und bedingungslosen Angeboten)

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	57	28,87%	24,35%	17	18,82%	20,73%	14	20,16%	20,52%	15	20,14%	18,96%	9	15,87%	14,75%	15
bedingungsloses Angebot	40	18,80%	12,98%	13	16,33%	8,17%	10	18,17%	13,80%	3	16,43%	9,34%	8	6,53%	6,25%	13
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	43	25,33%	23,72%	13	19,74%	21,29%	9	21,29%	24,63%	8	20,13%	18,96%	6	17,19%	17,03%	8
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	14	39,76%	33,14%	4	15,99%	10,59%	5	16,69%	1,80%	7	20,14%	13,53%	3	11,81%	-0,09%	7

Tab A.23.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	50	31,66%	25,77%	15	19,74%	20,84%	11	21,15%	23,94%	12	20,97%	18,99%	7	16,51%	14,96%	12
bedingungsloses Angebot	27	18,94%	23,28%	6	12,87%	8,13%	6	17,12%	13,62%	2	11,94%	9,54%	4	7,14%	7,40%	7
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	38	28,42%	24,63%	11	21,61%	21,65%	7	22,98%	27,24%	6	20,97%	19,21%	5	18,17%	17,96%	6
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	12	41,91%	33,14%	4	13,82%	10,59%	4	15,37%	1,80%	6	20,95%	13,53%	2	11,24%	-0,09%	6

Tab A.23.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	49	24,11%	23,09%	16	14,51%	12,62%	13	16,54%	17,15%	16	16,07%	11,41%	11	12,20%	7,54%	17
bedingungsloses Angebot	36	18,12%	11,75%	13	15,75%	6,17%	12	17,22%	13,74%	5	15,37%	6,79%	8	4,47%	1,78%	15
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	35	21,20%	20,61%	12	16,22%	21,35%	7	18,61%	20,59%	7	16,76%	13,38%	7	14,57%	12,41%	8
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	14	31,40%	24,93%	4	10,21%	4,98%	6	11,35%	-2,42%	9	14,34%	4,11%	4	6,30%	-3,31	9

Tab A.23.11: Stichtag, Wert

	t=-12 Monate			t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag			
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
bedingtes Angebot	44	25,38%	23,44%	15	14,14%	14,06%	11	16,19%	17,60%	14	16,31%	11,90%	9	11,87%	6,97%	15
bedingungsloses Angebot	23	19,70%	17,20%	6	13,16%	5,85%	7	17,26%	13,65%	3	11,24%	7,23%	4	5,78%	2,29%	8
bedingtes Angebot mit Minimum Limen	32	22,83%	22,20%	11	16,79%	21,76%	6	18,85%	20,69%	6	17,11%	14,68%	6	14,51%	11,94%	7
bedingtes Angebot ohne Minimum Limen	12	32,15%	24,93%	4	7,07%	4,98%	5	9,12%	-2,42%	8	14,17%	4,11%	3	4,81%	-6,36%	8

Tab A.23.12: Stichtag, Wert, liquide

Tabellen A.24: Übernahmeprämien bei Angeboten, die zur Kraftloserklärung führen

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	55	24,90%	23,23%	9	26,52%	26,15%	6	26,95%	23,06%	7	25,50%	20,82%	6
Keine Kraftlos- erklärung	45	11,26%	10,15%	12	9,77%	7,93%	12	10,28%	4,79%	12	9,19%	6,38%	15

Tab A.24.1: Durchschnitt, Vollzug

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	42	24,44%	23,53%	5	25,99%	26,48%	2	26,61%	23,71%	3	25,06%	20,89%	3
Keine Kraftlos- erklärung	35	9,10%	10,15%	10	8,11%	7,93%	10	8,82%	4,73%	10	8,07%	4,60%	13

Tab A.24.2: Durchschnitt, Vollzug, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	47	20,41%	20,03%	11	22,15%	21,04%	8	22,70%	16,82%	9	21,31%	16,91%	10
Keine Kraftlos- erklärung	41	11,04%	6,72%	10	9,75%	7,51%	13	10,43%	4,73%	13	9,01%	2,73%	14

Tab A.24.3: Durchschnitt, Wert

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	34	19,34%	20,08%	6	21,13%	22,09%	3	21,93%	18,82%	4	20,43%	17,02%	6
Keine Kraftlos- erklärung	33	7,97%	6,72%	10	7,29%	6,28%	12	8,26%	4,17%	12	7,95%	2,63%	12

Tab A.24.4: Durchschnitt, Wert, liquide

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	55	22,96%	20,51%	9	25,71%	24,70%	8	26,15%	22,16%	7	25,11%	21,32%	6
Keine Kraftlos- erklärung	45	8,91%	9,03%	13	7,49%	6,66%	13	7,75%	4,04%	13	7,62%	5,35%	14

Tab A.24.5: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	42	22,00%	19,91%	5	24,83%	24,66%	4	25,45%	21,94%	3	24,35%	20,79%	3
Keine Kraftlos- erklärung	35	8,57%	9,03%	11	7,05%	6,66%	10	7,89%	4,04%	9	7,34%	5,35%	11

Tab A.24.6: Durchschnitt, Vollzug, volumenbereinigt, liquide

(Fortsetzung Tabellen A.24: Übernahmeprämien bei Angeboten, die zur Kraftloserklärung führen)

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	47	18,22%	17,77%	11	21,30%	20,42%	9	21,81%	16,33%	8	20,89%	16,45%	10
Keine Kraftlos- erklärung	41	8,47%	7,22%	12	7,24%	4,85%	14	7,64%	3,76%	14	7,28%	2,68%	14

Tab A.24.7: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt

	Ø 12 Monate				Ø 6 Monate			Ø 3 Monate			Ø 20 Börsentage		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	34	16,44%	17,80%	6	19,81%	21,69%	4	20,58%	18,84%	3	19,61%	16,66%	6
Keine Kraftlos- erklärung	33	7,48%	6,71%	11	6,25%	4,85%	12	7,28%	2,22%	11	7,13%	2,68%	11

Tab A.24.8: Durchschnitt, Wert, volumenbereinigt, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	53	27,76%	24,90%	16	23,30%	22,95%	8	26,16%	26,65%	5	22,33%	20,63%	6	19,40%	18,33%	7
Keine Kraftlos- erklärung	44	21,06%	13,72%	14	11,16%	8,17%	16	11,12%	9,06%	13	13,99%	7,33%	11	3,12%	0,72%	21

Tab A.24.9: Stichtag, Vollzug

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	42	31,90%	29,00%	11	25,21%	22,48%	4	28,39%	27,88%	3	25,38%	23,25%	2	21,32%	18,77%	3
Keine Kraftlos- erklärung	35	21,56%	23,00%	10	7,87%	8,20%	13	9,35%	8,58%	11	8,71%	7,15%	9	3,51%	0,97%	16

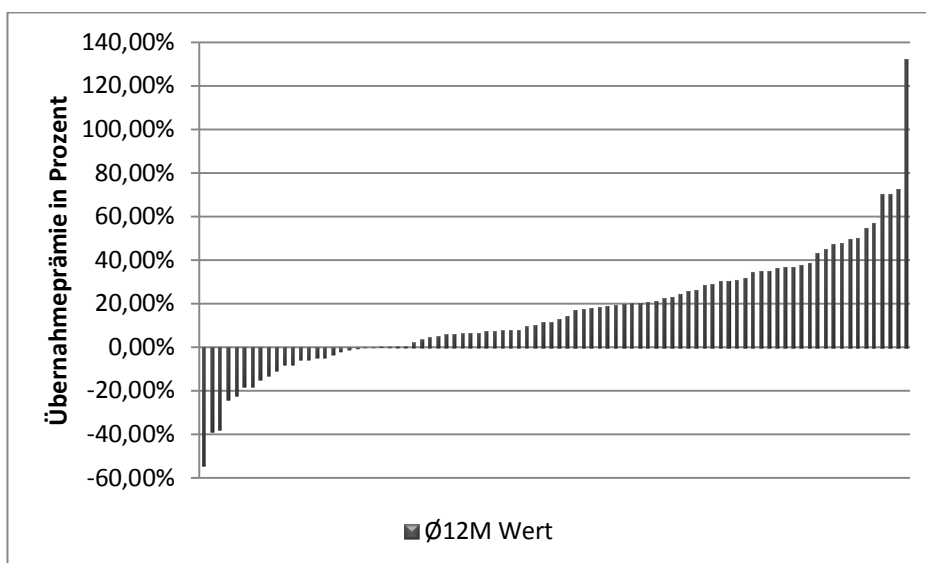
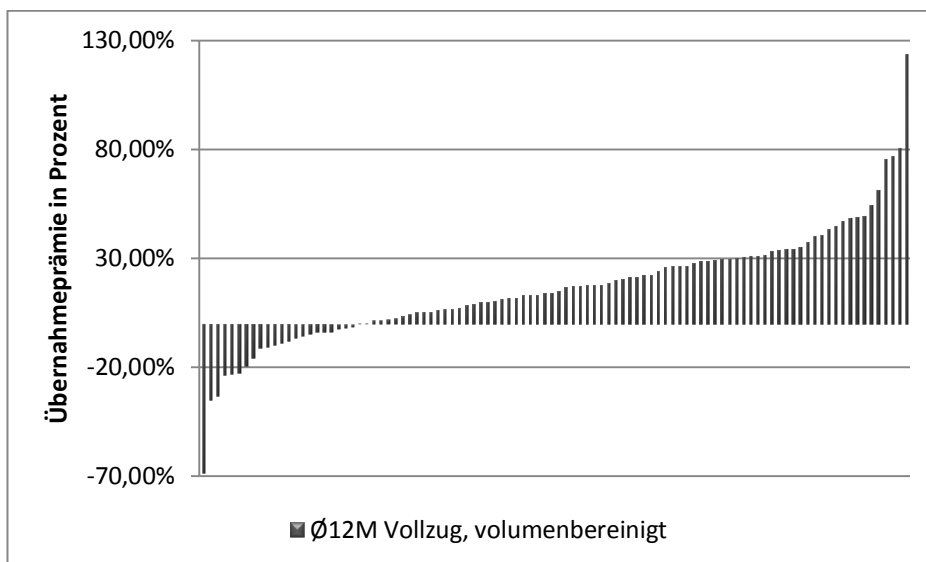
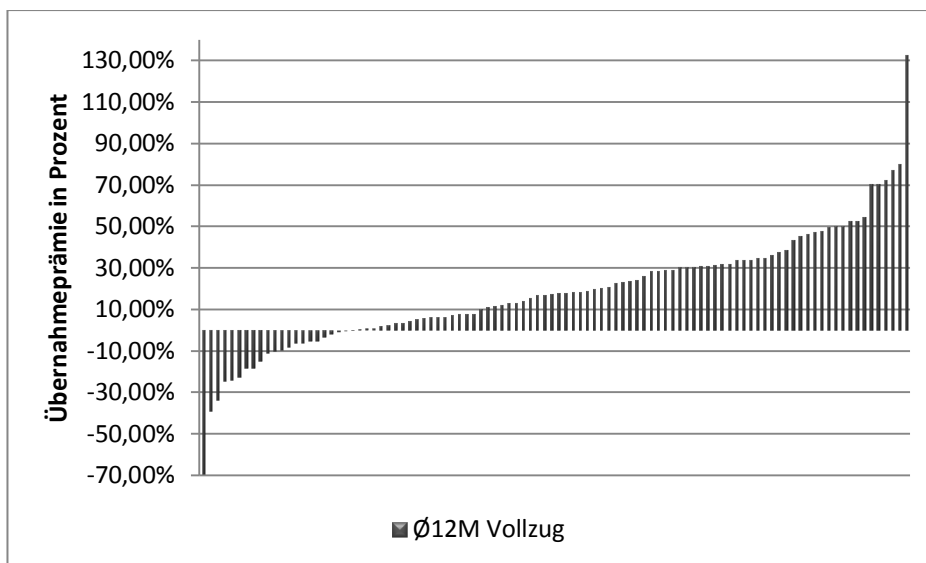
Tab A.24.10: Stichtag, Vollzug, liquide

	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	45	21,87%	27,18%	17	18,34%	19,82%	9	21,61%	21,30%	8	17,92%	13,38%	8	14,19%	12,41%	11
Keine Kraftlos- erklärung	40	21,24%	12,87%	12	11,31%	2,91%	16	11,45%	8,95%	13	14,07%	6,68%	11	3,02%	-0,62%	21

Tab A.24.11: Stichtag, Wert

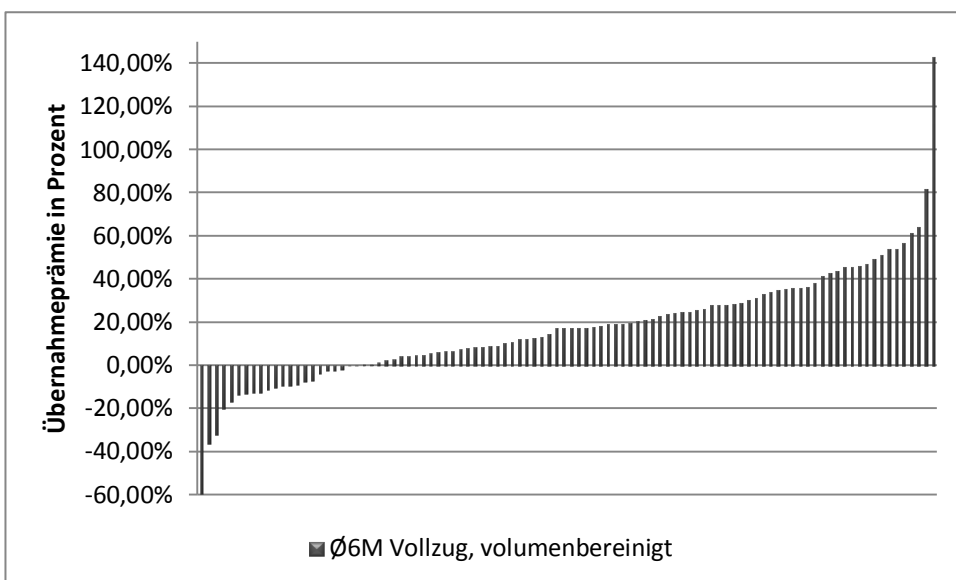
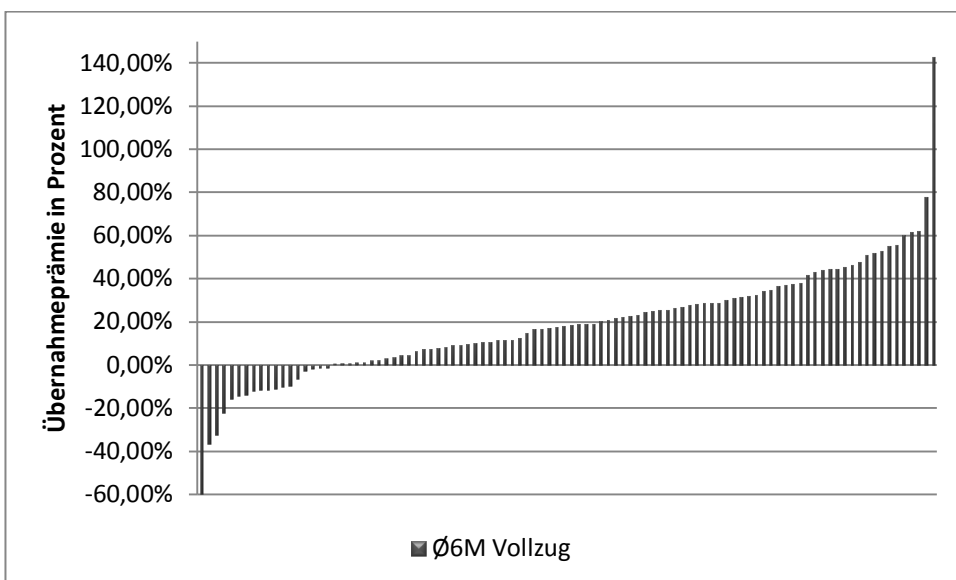
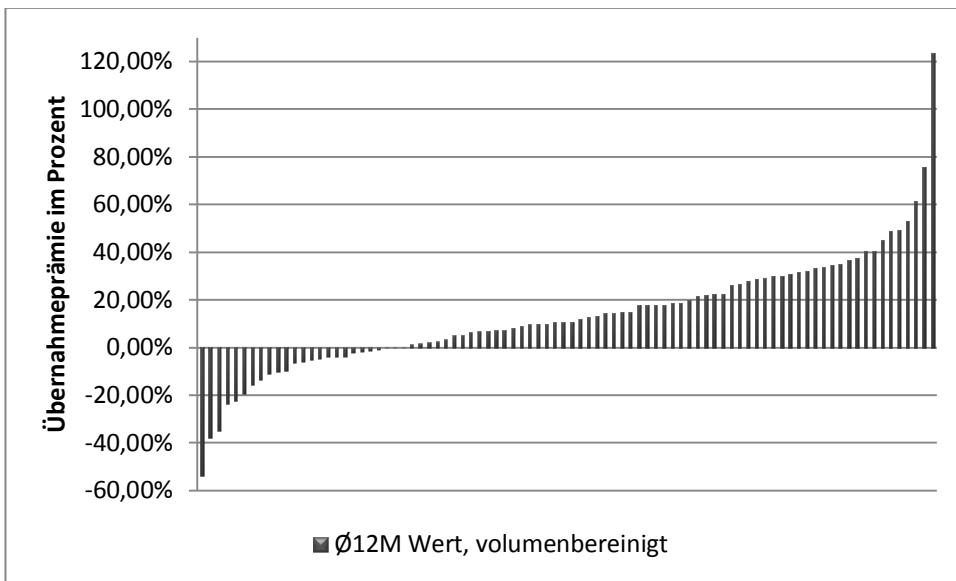
	t=-12 Monate				t=-6 Monate			t=-3 Monate			t=-20 Börsentage			t=-1 Börsentag		
	Anzahl	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.	Durchschnitt	Median	neg.
Kraftlos- erklärung	34	26,11%	32,66%	11	20,37%	21,76%	4	24,14%	25,83%	5	20,65%	21,50%	3	16,14%	13,19%	6
Keine Kraftlos- erklärung	33	20,66%	17,20%	10	7,03%	2,12%	14	8,75%	7,08%	12	8,31%	4,77%	10	3,23%	-0,60%	17

Tab A.24.12: Stichtag, Wert, liquide

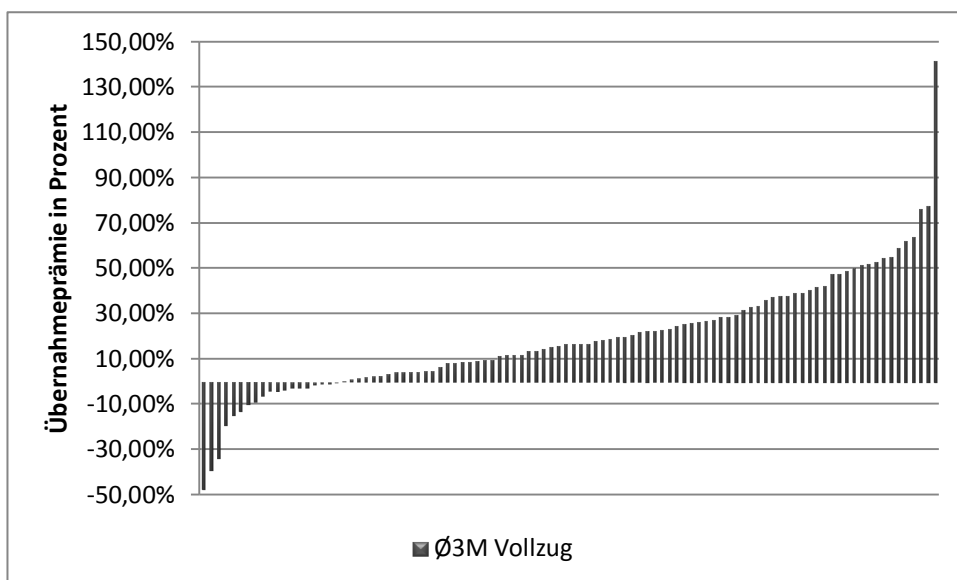
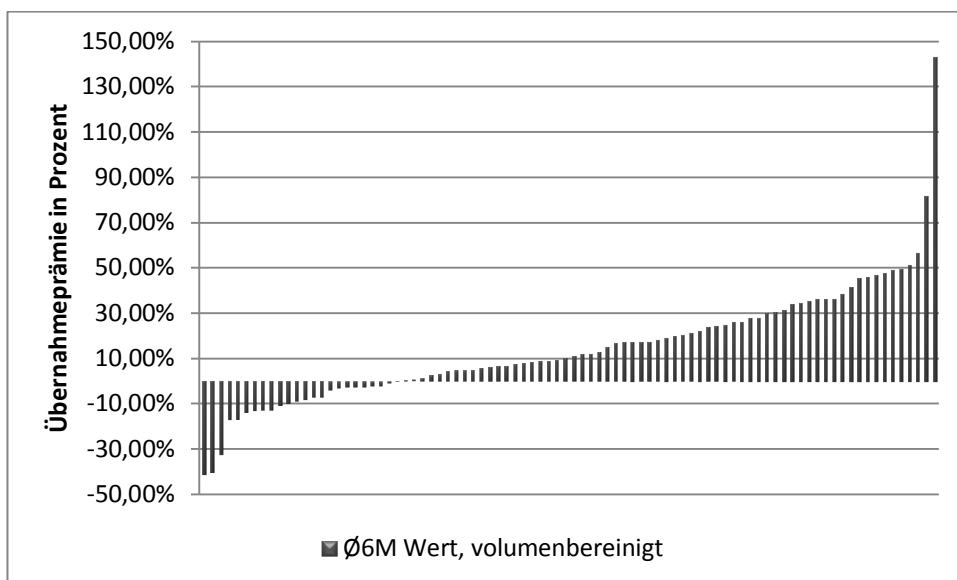
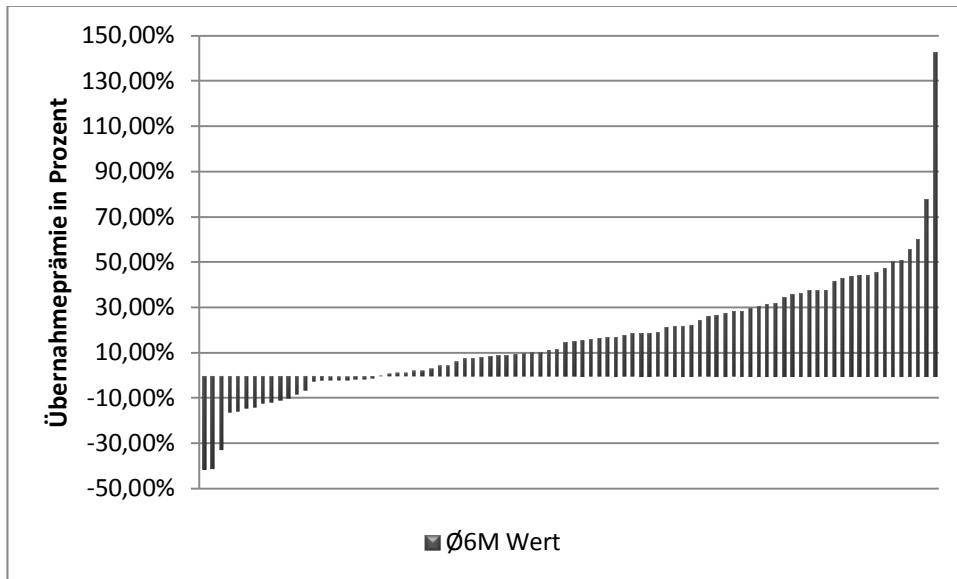
Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien^o

^o Die Angebote werden dabei aufsteigend nach der Höhe der Übernahmeprämie angeordnet.

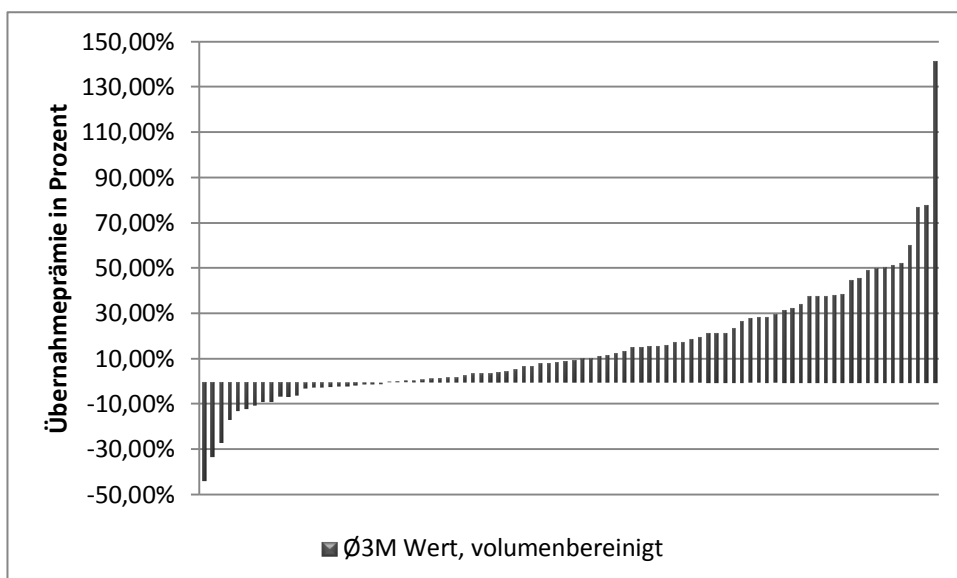
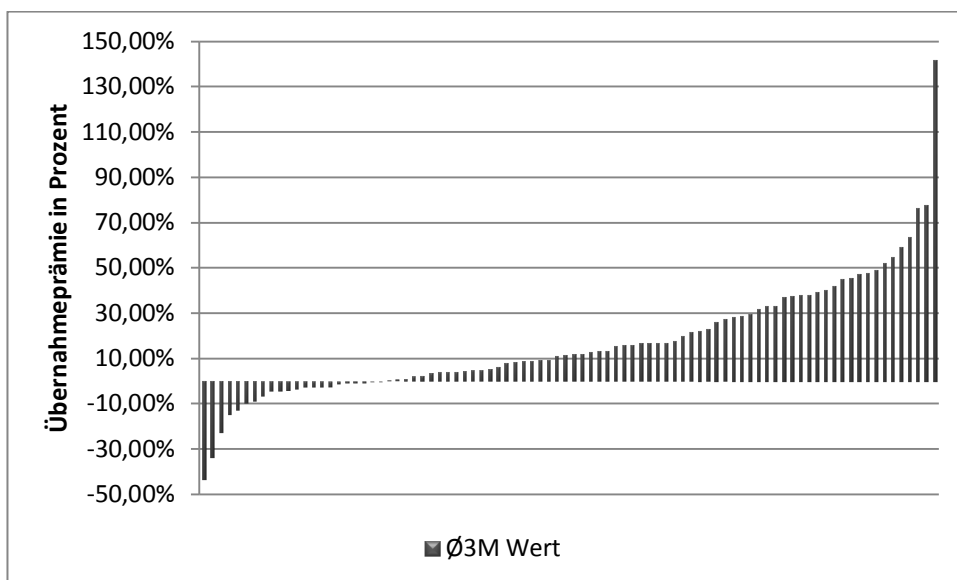
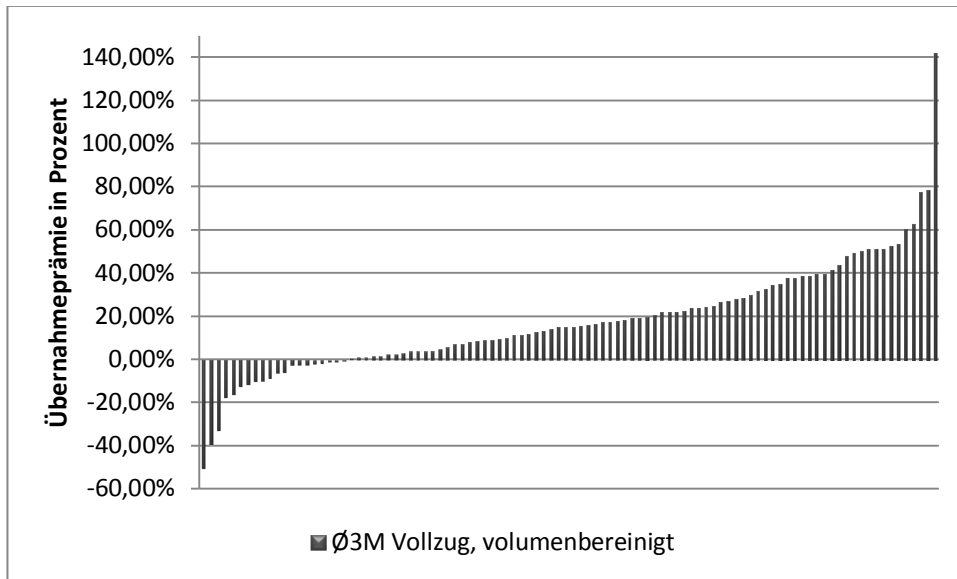
(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)



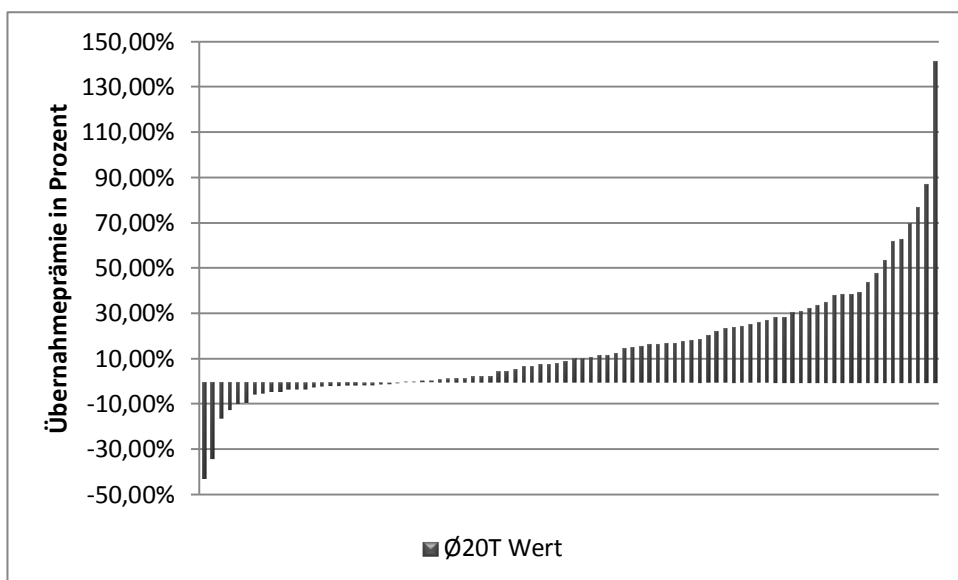
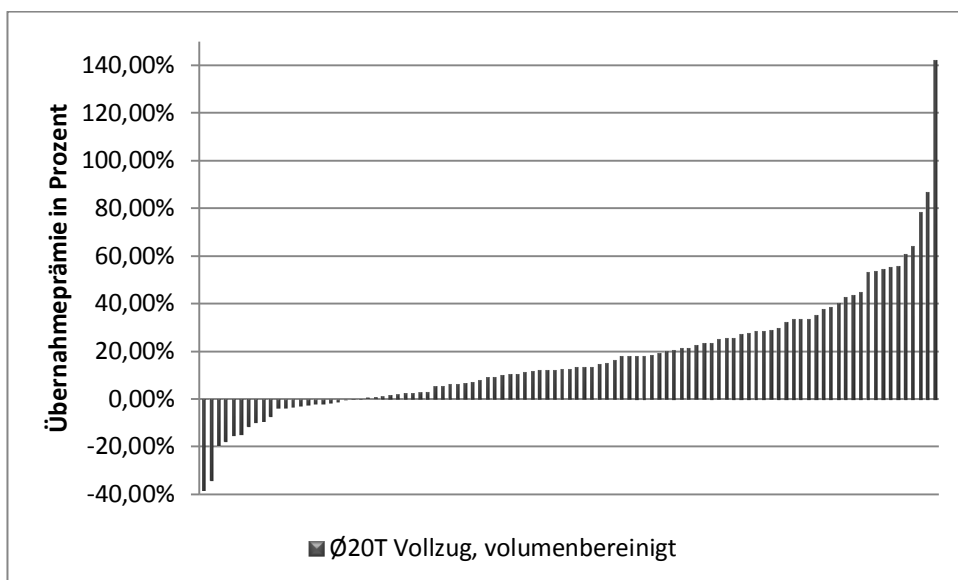
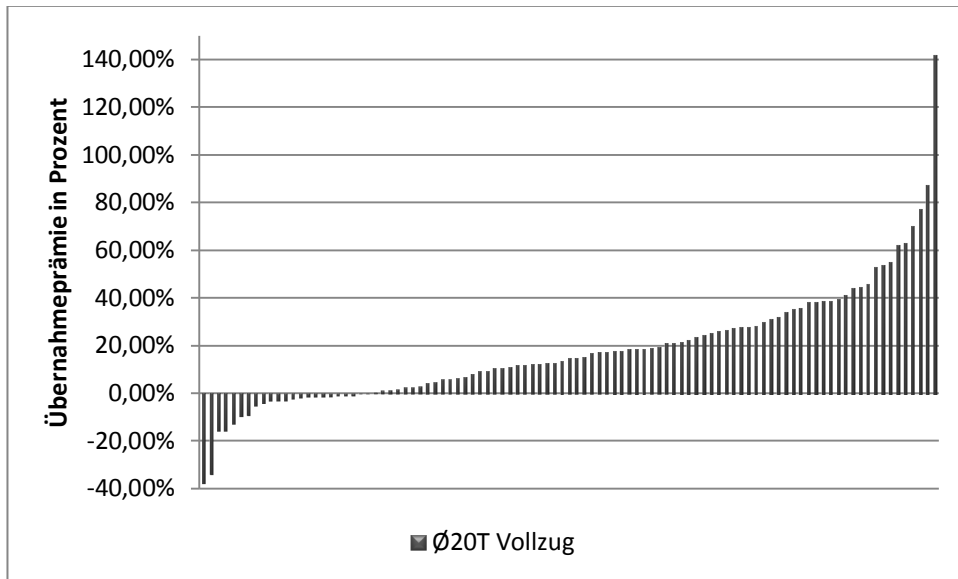
(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)



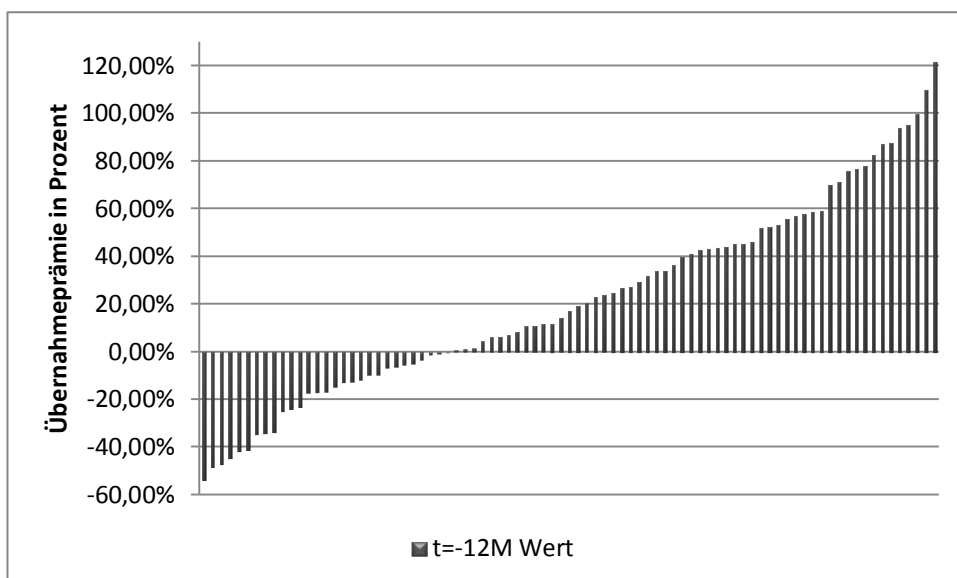
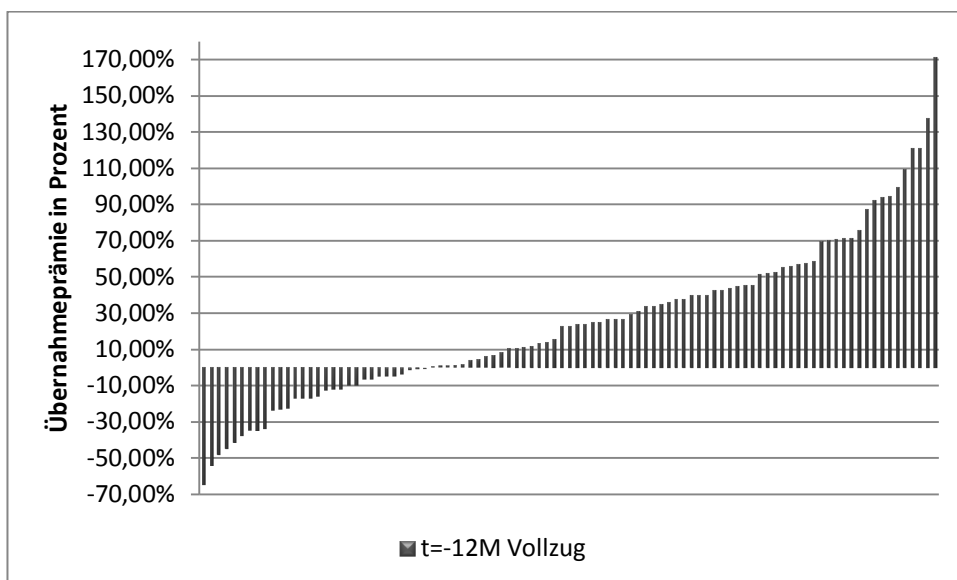
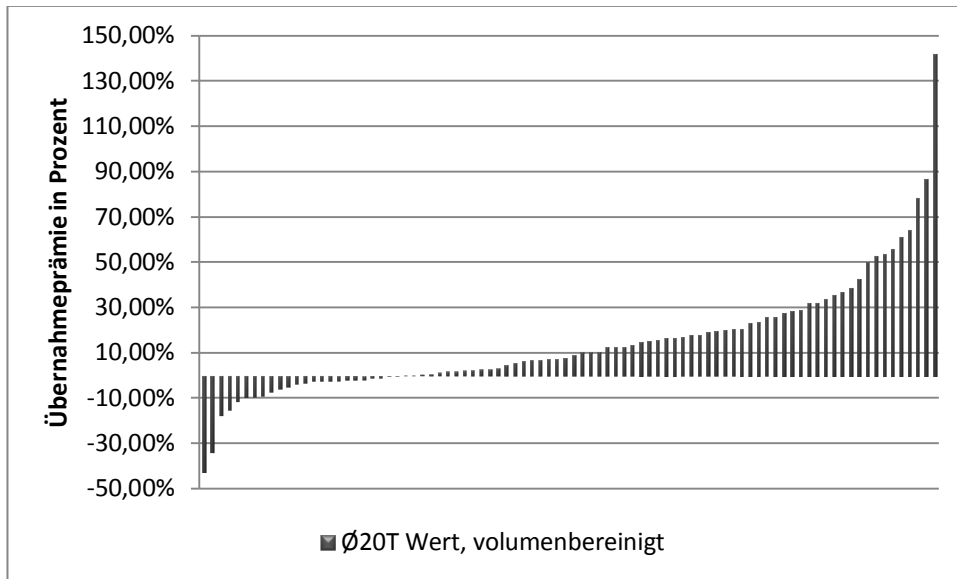
(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)



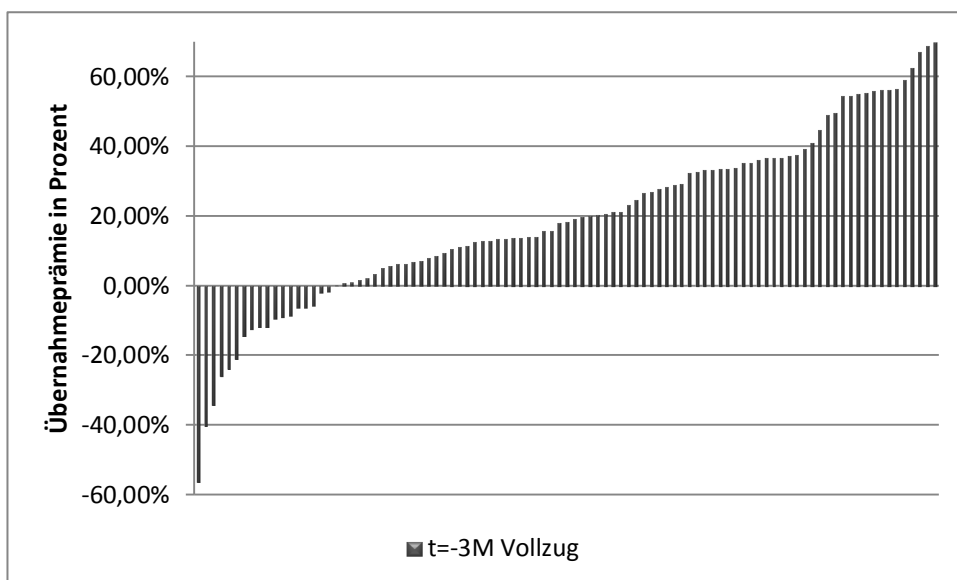
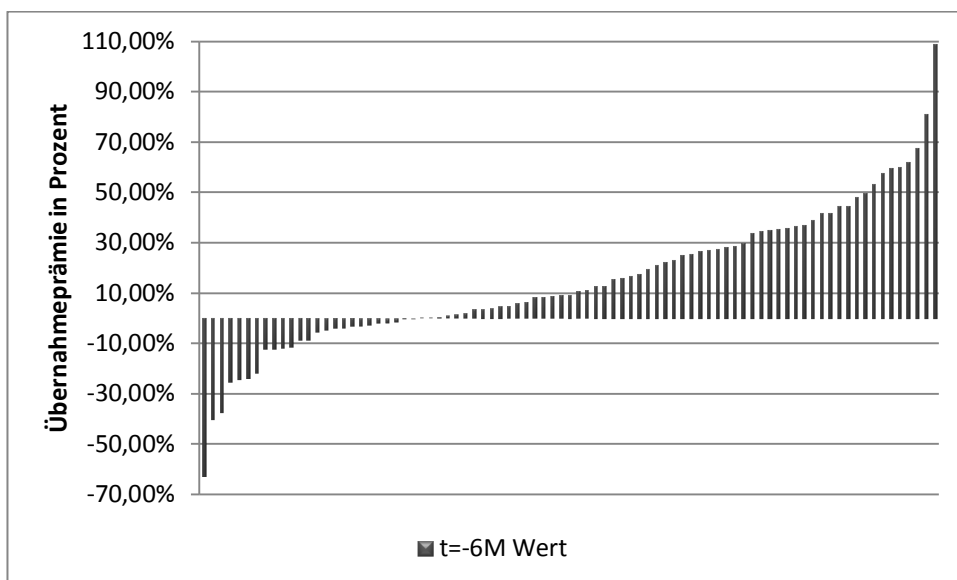
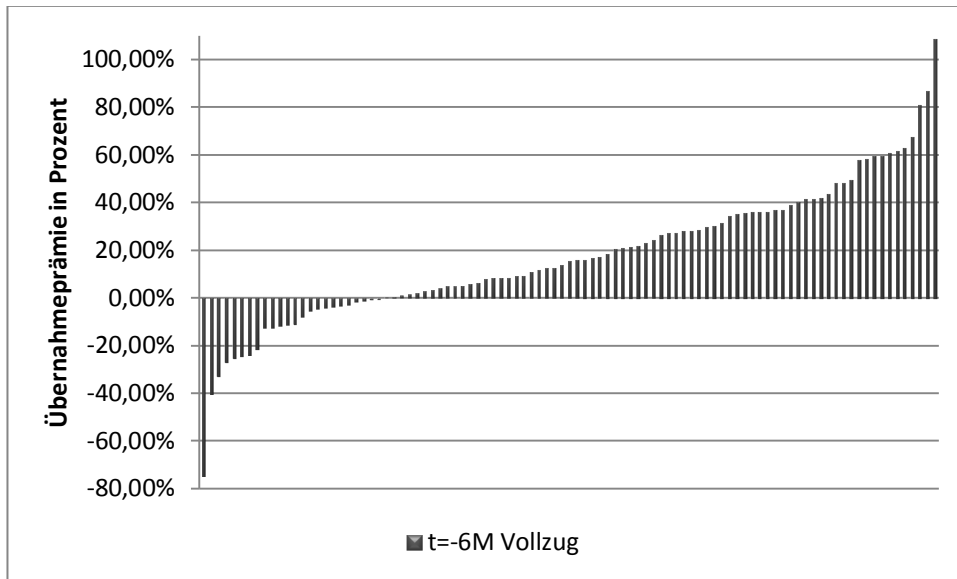
(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)



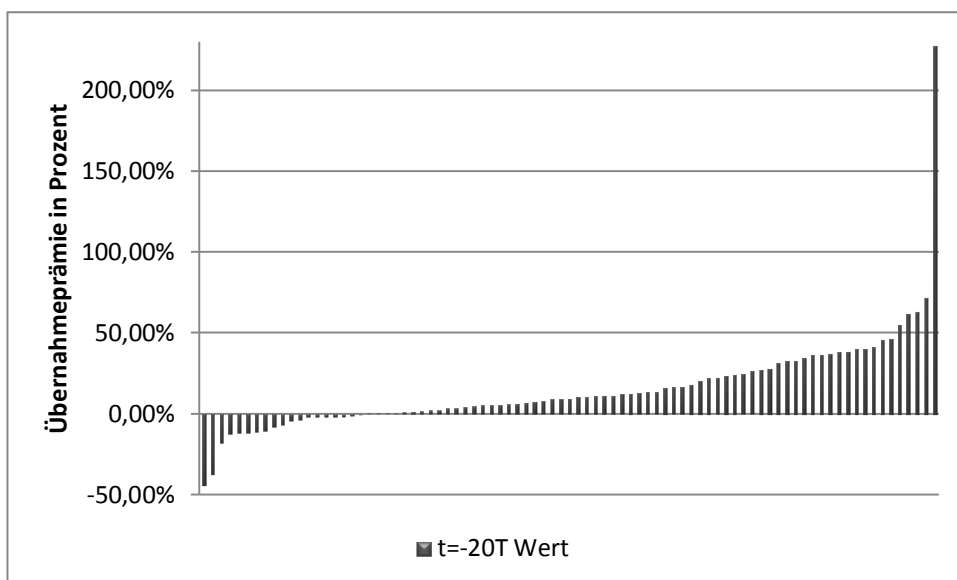
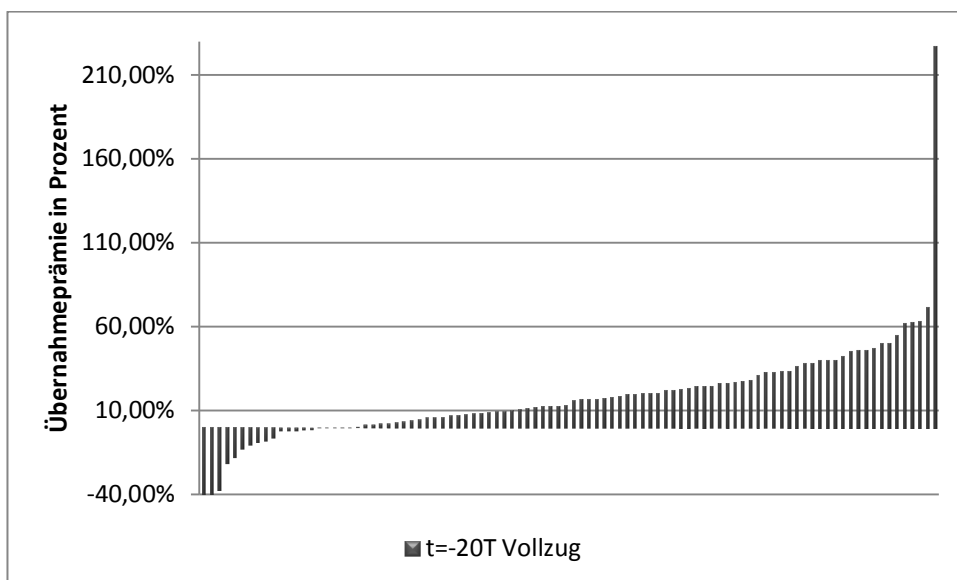
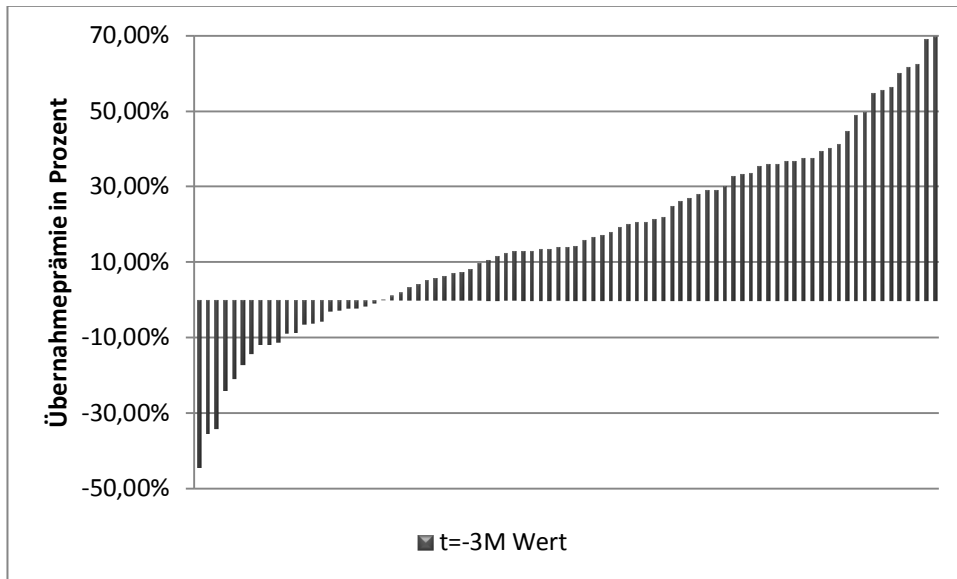
(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)



(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)



(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)



(Fortsetzung Abbildungen A.1: Verteilung der Übernahmeprämien)

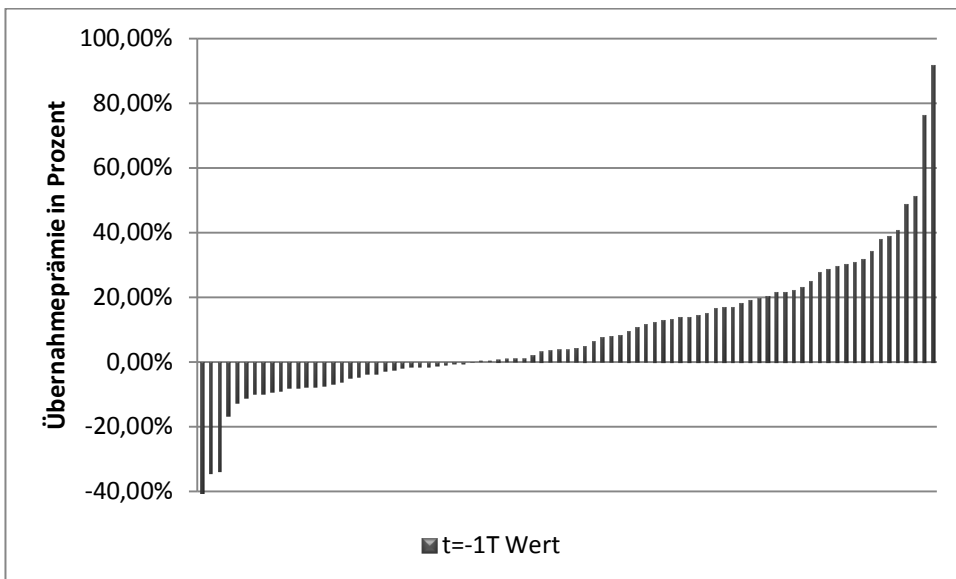
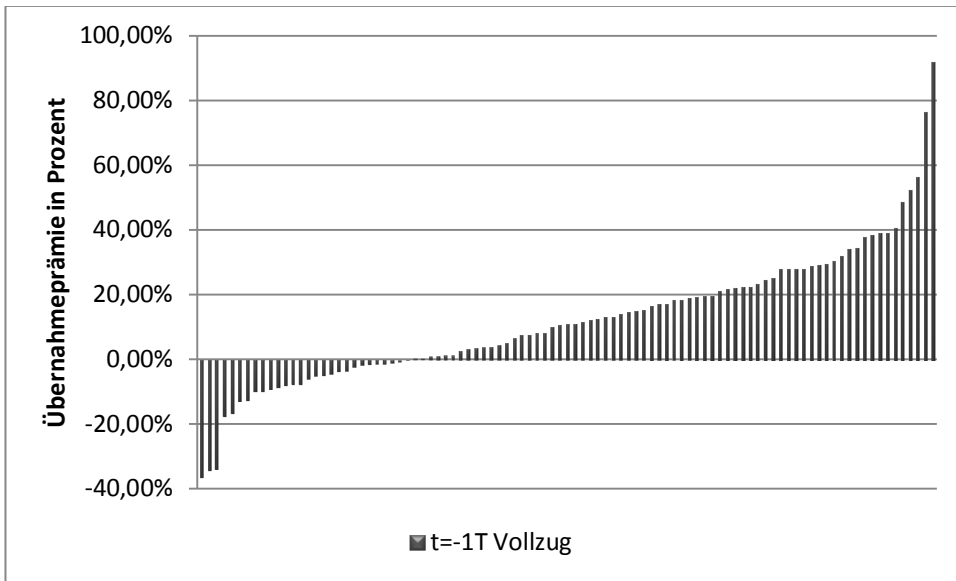


Tabelle A.25: Ergebnisse der OLS-Regression^P

Zielgesellschaft	α	t-Test	β	t-Test	Adj. R ²	F-Wert	Durbin Watson-Test
Porst Holding	-0,001	-0,608	0,585	3,857	0,068	14,878	2,122
Société Internationale Pirelli SA	0,001	1,052	0,658	6,291	0,169	39,572	2,117
Zürich Versicherungs-Gesellschaft	0,001	0,867	0,926	10,022	0,345	100,449	2,221
ABB AG Inhaberaktien	0,000	-0,767	1,185	16,594	0,592	275,361	1,827
ABB AG Namenaktien	0,000	-0,668	1,223	15,007	0,543	225,196	2,035
Banca del Gottardo	0,002	1,144	0,856	10,802	0,380	116,676	2,143
Brauerei Haldengut Inhaberaktien	0,002	1,180	-0,014	-0,184	-0,005	0,034	2,017
Brauerei Haldengut Namenaktien	0,000	-0,603	-0,085	-1,140	0,002	1,300	2,013
Brauerei Haldengut PS	0,001	0,889	-0,036	-0,713	-0,003	0,508	2,015
Calanda Bräu Inhaberaktien	0,000	-1,000	0,026	0,615	-0,003	0,378	1,990
Calanda Bräu Namenaktien	0,000	-0,327	0,048	0,657	-0,003	0,431	2,106
Calanda Bräu PS	0,000	-0,130	0,095	0,897	-0,001	0,805	1,795
Danzas Holding AG	0,001	0,790	0,584	5,861	0,150	34,347	2,160
Eisenbahngesellschaft Brig-Visp Zermatt	0,000	0,178	0,046	0,538	-0,004	0,289	2,394
Fotolabo SA	-0,00003	-0,018	0,521	4,993	0,112	24,928	2,052
Keramik Holding AG Laufen	-0,001	-0,539	0,731	5,323	0,126	28,335	2,320
Kuoni Reisen Holding AG	0,000	-0,395	0,707	5,827	0,148	33,959	2,018
Romande Energie SA	0,000	-0,498	0,216	2,783	0,034	7,747	2,316
Strateg Holding AG	0,000	-0,525	0,469	4,682	0,100	21,925	2,443
TAG Heuer International SA	0,002	0,968	0,672	4,742	0,102	22,489	2,082
Usego Hofer Curti AG	-0,002	-0,862	0,665	4,911	0,109	24,116	2,744
Alusuisse Group AG	0,001	0,535	1,169	14,841	0,537	220,260	2,092
Big Star Holding AG	0,001	0,830	0,014	0,089	-0,005	0,008	2,160
Bucherer AG Luzern	0,002	0,701	-0,085	-0,357	-0,005	0,128	2,159
Esec Holding AG	0,004	1,895	0,817	4,058	0,076	16,465	1,832
India Investment AG	0,003	2,038	0,657	3,766	0,065	14,181	1,966
Intersport PSC Holding AG	0,001	0,566	0,405	3,248	0,048	10,547	2,296
Orior Holding SA	0,000	-0,281	0,025	0,179	-0,005	0,032	1,923
Altin AG	0,000	-0,579	0,041	0,344	-0,005	0,118	2,590
Axantis Holding AG	0,001	1,275	0,142	1,115	0,001	1,243	1,992
Berner Allgemeine Versicherungs-Gesellschaft	0,001	1,357	-0,025	-0,164	-0,005	0,027	2,155
Bobst AG Inhaberaktien	0,000	0,313	0,133	1,067	0,001	1,138	2,235
Bobst AG Namenaktien	0,001	0,288	-0,113	-0,382	-0,005	0,146	2,445
Christ AG	-0,003	-1,378	0,488	2,032	0,016	4,127	2,019
ENR Eastern Natural Resources SA	0,001	0,448	0,420	1,807	0,012	3,266	2,481
Messe Zürich AG	0,000	0,357	0,070	0,459	-0,004	0,211	2,006
Selecta Group	-0,002	-1,379	0,457	2,591	0,029	6,711	1,924
Société Montreux-Palace SA	-0,00001	-0,003	-0,109	-0,190	-0,005	0,036	1,848
Sulzer AG	0,000	-0,604	1,201	6,321	0,171	39,956	1,870
Baumgartner Papiers Holding SA	-0,000002	-0,001	-0,051	-0,202	-0,005	0,041	2,368
Canon (Schweiz) AG	0,000	-0,054	0,246	1,678	0,010	2,815	2,247
Cementia Holding AG Inhaberaktien	-0,002	-0,912	-0,084	-0,638	-0,003	0,407	1,850
Cementia Holding AG PS	-0,002	-0,912	-0,084	-0,638	-0,003	0,407	1,850
Compagnie Financière Michelin	0,002	1,494	0,302	2,635	0,030	6,942	2,222
Netstal-Maschinen AG Namenaktien A	0,001	0,231	0,170	1,060	0,001	1,124	1,873
Netstal-Maschinen AG Namenaktien B	-0,001	-1,071	-0,036	-0,374	-0,005	0,140	1,707
Optic - Optical Technology Investments AG	0,000	-0,390	0,521	3,055	0,042	9,333	2,221
Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt	-0,004	-2,304	1,741	13,504	0,490	182,363	2,037
Sopafin, Société de participations financières	-0,002	-1,084	0,092	0,925	0,000	0,855	2,533

^P Signifikante Werte sind dunkel unterlegt.

(Fortsetzung Tabelle A.25: Ergebnisse der OLS-Regression)

Zielgesellschaft	α	t-Test	β	t-Test	Adj. R ²	F-Wert	Durbin Watson-Test
Absolute Invest AG	-0,000007	-0,020	0,009	0,423	-0,004	0,179	2,608
Bon appétit Group AG	-0,006	-3,643	0,003	0,437	-0,004	0,191	2,246
Centerpulse AG	0,004	1,468	0,523	3,719	0,064	13,828	2,120
Disetronic Holding AG	0,000	-0,408	0,454	3,843	0,068	14,768	1,983
EIC Electricity SA	0,000	0,173	0,170	2,447	0,026	5,986	1,776
Gétaz Romang SA Namenaktien	0,002	0,642	0,139	0,802	-0,002	0,643	2,045
Gétaz Romang SA PS	0,000	-0,193	0,207	1,294	0,004	1,675	2,112
Hero AG	-0,001	-1,224	0,123	1,930	0,014	3,726	2,481
InCenTive Capital AG	0,001	0,957	0,254	3,649	0,061	13,315	2,385
Jelmoli Holding AG Inhaberaktien	-0,002	-1,076	0,593	7,437	0,223	55,313	2,176
Jelmoli Holding AG Namenaktien	-0,002	-1,185	0,393	4,645	0,098	21,581	1,966
Swiss Steel AG	-0,004	-1,320	-0,248	-1,495	0,006	2,236	2,535
Unigestion Holding SA	0,00005	0,026	0,295	2,803	0,035	7,855	2,239
Zellweger Luwa AG	0,00003	0,016	0,154	1,181	0,002	1,396	2,190
Aletsch AG	-0,00001	-0,030	0,103	2,015	0,016	4,060	2,137
Atel (Aare-Tessin AG für Elektrizität)	0,002	1,934	-0,029	-0,298	-0,005	0,089	2,431
Bon appétit Group AG	0,000	-0,185	0,004	0,037	-0,005	0,001	2,461
Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA	0,001	0,708	-0,120	-0,610	-0,003	0,372	2,156
Gerolag	0,001	1,092	-0,045	-0,509	-0,004	0,259	2,004
Optic - Optical Technology Investments AG	0,000	-0,039	-0,452	-0,732	-0,002	0,535	1,835
Pelham Investments SA	0,001	1,993	0,080	0,971	0,000	0,943	1,959
Scintilla AG	0,002	1,332	0,396	2,620	0,030	6,650	2,536
Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA	0,002	0,926	0,142	0,661	-0,003	0,436	2,656
ZKB Axxess Vision AG	0,00007	0,132	0,866	12,746	0,461	162,465	2,602
ZKB Finanz Vision AG	0,00008	0,151	0,748	12,162	0,437	147,921	2,609
ZKB Pharma Vision AG	0,000	-0,549	0,694	9,391	0,316	88,192	2,376
Büro-Fürer AG	0,000	0,180	-0,080	-0,812	-0,002	0,660	2,197
EIC Electricity SA	0,00004	-0,042	0,116	0,976	0,000	0,952	2,041
Forbo Holding AG	-0,001	-1,059	0,279	1,678	0,010	2,815	2,137
Gornergrat Bahn AG	0,000	0,424	0,056	0,366	-0,005	0,134	2,307
Leica Geosystems Holdings AG	0,002	1,374	0,181	0,866	-0,001	0,749	2,181
Maag Holding AG	0,000	-0,503	-0,143	-0,797	-0,002	0,636	2,335
Mach Hitech AG	0,000	-0,582	0,113	0,891	-0,001	0,794	2,213
Pelikan Holding AG	0,001	0,271	-0,150	-0,405	-0,004	0,164	2,147
Regedo Holding AG	-0,002	-0,485	-0,051	-0,120	-0,005	0,014	1,796
Saia-Burgess Electronics Holding AG	0,001	0,636	0,255	1,763	0,011	3,109	2,135
Sarna Kunststoff Holding AG	0,001	0,889	0,253	1,181	0,002	1,394	1,998
Swiss International Air Lines AG	0,000	-0,255	0,598	1,695	0,010	2,872	2,489
Swiss Small Cap Invest AG	0,001	1,094	-0,082	-0,661	-0,003	0,436	2,219
Aare-Tessin AG für Elektrizität	0,002	2,011	0,164	0,937	0,000	0,878	1,754
Absolute Managers AG	0,000	0,393	0,185	1,718	0,010	2,953	2,565
Acorn Alternative Strategies AG	0,00003	0,087	0,068	1,534	0,007	2,353	2,605
Agie Charmilles Holding AG	0,00007	-0,059	0,914	5,504	0,134	30,297	2,147
Amazys Holding AG	0,000	-0,443	0,499	3,029	0,041	9,176	2,042
Berna Biotech AG	0,001	0,389	0,548	2,009	0,016	4,035	1,998
Energie Electrique du Simplon SA	0,002	0,858	0,413	1,177	0,002	1,386	2,471
Generali (Schweiz) Holding AG	0,001	0,953	0,025	0,143	-0,005	0,020	2,361
Leclanché SA	0,000	0,090	0,012	0,033	-0,005	0,001	2,441
Société Montreux-Palace SA	-0,001	-0,335	0,025	0,037	-0,005	0,001	2,002
Aare-Tessin AG für Elektrizität	0,002	1,755	0,268	1,407	0,005	1,979	2,234
Absolute Europe AG	0,000	0,346	0,157	2,253	0,021	5,074	2,792
Bank Linth AG	0,001	2,38	0,148	2,416	0,025	5,838	2,011
Bank Sarasin & Cie AG	0,001	0,794	0,992	7,620	0,232	58,060	1,960
Converium AG	0,000	-0,236	1,376	9,040	0,299	81,717	2,150
Gétaz Romang Holding AG	0,002	1,007	0,709	3,939	0,071	15,513	2,573
GNI Global Net International AG	0,002	0,550	0,188	0,451	-0,004	0,203	2,029

(Fortsetzung Tabelle A.25: Ergebnisse der OLS-Regression)

Zielgesellschaft	α	t-Test	β	t-Test	Adj. R ²	F-Wert	Durbin Watson-Test
Henniez AG	0,001	0,675	0,327	2,100	0,018	4,411	2,310
IsoTis SA	-0,002	-1,456	0,762	5,587	0,138	31,214	2,399
Mövenpick-Holding AG Inhaberaktien	0,001	0,793	0,062	0,429	-0,004	0,184	2,209
Mövenpick-Holding AG Namenaktien	0,001	0,476	-0,133	-0,771	-0,002	0,594	2,235
Saurer AG	-0,001	-1,197	0,965	7,415	0,222	54,975	2,620
Serono AG	0,000	-0,246	0,510	3,568	0,058	12,732	1,829
SIG AG	-0,001	-1,382	0,820	6,467	0,178	41,821	2,113
Unilabs SA Inhaberaktien	-0,00003	-0,023	0,463	2,545	0,028	6,475	2,298
Baumgartner Papiers Holding AG	0,000	0,318	0,079	0,658	-0,003	0,433	2,338
Ciba	-0,002	-1,305	1,290	12,131	0,436	147,170	2,059
Eichhof	0,000	0,242	0,218	2,269	0,021	5,148	2,666
Golay Inhaber	0,000	0,267	0,047	0,687	-0,003	0,472	2,483
Golay PS	0,000	-0,347	0,045	0,506	-0,004	0,256	2,255
GVO	-0,002	-1,214	0,317	3,207	0,047	10,286	1,859
Hiestand	0,000	-0,395	0,284	2,316	0,023	5,365	1,846
Implenia AG	0,001	1,020	0,811	4,871	0,107	23,727	2,251
Micro Value AG	0,001	1,463	0,155	3,514	0,057	12,347	2,527
SEZ	-0,002	-0,856	0,940	4,686	0,100	21,958	1,801
Speedel	-0,004	-2,359	0,651	5,216	0,122	27,211	1,866
Von Roll AG	0,005	1,662	1,270	3,900	0,070	15,207	1,932

Tabelle A.26: Übersicht der Ergebnisse bisheriger Ereignisstudien

Autor(en)	Land	Transaktion	Stichprobenumfang	Untersuchungszeitraum	Modell ^a	Ereignisfenster	DKAR
BLÄTTCHEN(1981)	Deutschland	Fusionen	42	1970-1976	MM, ZFM	[-7M;0M]	MM: 6,22% ZFM: 3,37%
BÜHNER(1990a)	Deutschland	Übernahmen	9	1973-1985	MM	[-24M;+24M] [-40;+40]	27,086% zwischen 3% und 4%
GERKE/GARZ/ OERKE(1995)	Deutschland	Übernahmen	19	1987-1992	MWM	[-40;0] [-1;0] [0;0]	8,78% 2,24% 2,76%
GRANDJEANS(1992)	Deutschland	Übernahmen	38	März 1982- Ende 1986	MWM	[-60;-1] [-60;+60 nach Tag der Durchführungsankündigung]	-1,47% 2,71%
ECKARDT(1999)	Deutschland	Übernahmen	113	1964-1992	MM	[-40;+40] [0;0] [-40;0] [-1;0] [-5;+5] [-52W; + 52W nach Durchführung]	5,39% 0,745% 5,205% 1,21% 3,29% 22,41%
SCHELLER(1999)	Deutschland	Übernahmen	34	1981-1996	MWM	[0;0] [-60;+60] [0;+250]	1,59% -7,62% -20,2%
MOSER/ PRÜHER(2002)	Deutschland	Squeeze-Outs	17	01.01.2002- 31.03.2002	CAPM	[0;0] [-1;+1]	2,7% 5,4%
EHRHARDT/ LAHR(2004)	Deutschland	Squeeze-Outs	81	2002-2003	MM	[-5;+5]	8,45%
ELSLAND/ WEBER(2004)	Deutschland	Squeeze-Outs	131	2002-2003	MM	[0;0]	5,0621%
EISELE(2006)	Deutschland	Going-Private	37	1995-2002	MM	[0;0] [-20;+20]	10,12% 24,8%
KEMPER(2007)	Deutschland	Börsenrück- züge	73	01.01.1990- 30.06.2001	MM	[-40;+40] [-40;-1] [-40;0]	3,9% 3,3% 3%
BIMBERG(2009)	Deutschland	öffentliche Kaufangebote	88	01.01.2002- 31.03.2004	MM	[-70;-1] [-40;+40] [-70;+40] [0;0] [+1;Durchführung]	16,88% 32,21% 35,96% 15,16% 5,42%
KUMMER/ HOFFMEISTER(1978)	USA	Kaufangebote	88	1956-1974	CAPM	[0;+20]	18,68%
BRADLEY/DESAI/ KIM(1988)	USA	Übernahme- angebote	236	1963-1984	MM	[-20;+80] [0;0]	31,28% 14,5%
SERVAES(1991)	USA	Übernahmen	704	1972-1987	MM	[0;Ende Angebot] [-63;-1]	23,64% 12,4%
SCHWERT(2000)	USA	Übernahmen	2296	1975-1996	MM	[0;+126] [-63;+126]	9,6% 22%
ANDRADE/ MITCHELL/ STAFFORD(2001)	USA	Übernahmen	3688	1973-1998	MM	[-1;+1] [-20;Ende Angebotsfrist]	16% 23,8%
SMITH/KIM((1994)	USA	Übernahme- angebote	177	1980-1986	MM	[-60;-6] [-5;+5] [-1;0] [+6;+60]	7,98% 30,19% 15,84% -2,95%
BHAGAT et al. (2005)	USA	Übernahme- angebote	1018	1962-2001	MM	[-60;+1] [-5;+1] [-5;+5] [-1;+1]	38,47% 28,89% 30,01% 24,47%
LANG/STULZ/ WALKLING(1989)	USA	Übernahme- angebote	87	1968-1986	MM	[-5;+5]	40,3%
JARRELL/ POULSEN(1989)	USA	Übernahme- angebote	526	1963-1986	MBM	[-20;+10]	28,99%
CAMPA/ HERNANDO(2004)	Europa	Übernahmen	262	1998-2000	CAPM	[-60;-1] [-30;-1] [-1;+1] [-30;+1] [-1;+30] [-30;+30]	5,72% 5,3% 3,93% 8,85% 3,24% 8,9%
CROCI/ GIUDICE(2010)	Europa	Übernahmen	882	1997-2005	MM	[-1;+1] [-2;+2] [-30;+3] [-30;-3]	10,37% 11,5% 32,73% 19,22%
MARTYNOVA/ RENNEBOOG(2006)	Europa	Übernahmen	2419	1993-2001	MM	[-60;+60] [-40;-1] [0;0] [-1;+1] [-5;+5]	26,7% 11,49% 9,13% 12,47% 15,83%

^a MBM=Marktberinigtes Modell, MM=Marktmodell, MWM=Mittelwertmodell, ZFM=Zweifaktorenmodell

(Fortsetzung Tabelle A.26: Übersicht der Ergebnisse bisheriger Ereignisstudien)

Autor(en)	Land	Transaktion	Stichprobenumfang	Untersuchungszeitraum	Modell [†]	Ereignisfenster	DKAR
Firth(1980)	UK	Übernahmeangebote	434	1969-1975	MM	[0,+20]	28,1%
FRANKS/ HARRIS(1989)	UK	Übernahmen	1693	1955-1985	MM	[0,+20]	TO: 24,0% M: 14,8% [§]
FRANKS/ MAYER(1996)	UK	Übernahmen	66	1985-1986	MM	[0,+20]	feindlich erfolgreich: 29,76% feindlich gescheitert: 21,50% freundlich: 18,44%
ECKBO/ LANGOHR(1989)	Frankreich	Übernahmeangebote	119	1966-1982	MM	[-8W;-1W] [-1W;+1W] [-8W; 8W nach Ende Angebot]	2,96% 16,48% 13,54%
DONKER/ ZAHIR(2008)	Niederlande	Übernahmen	104	1987-1996	MM	[-20,+20] [-20;-1] [+1,+20] [-1,+1] [-5,+5]	12,23% 4,42% 0,02% 8,96% 10,36%
HOLMÉN/ NIVOROZHKIN(2009)	Schweden	Übernahmeangebote	87	1985-2005	MM MBM	[0;0] [0;0] [-10,+10] [-10,+10] [-10,+1] [-10,+1] [-5,+5] [-5,+5] [-5,+1] [-5,+1] [-1,+1] [-1,+1]	MM: 17,65% MBM: 17,60% MM: 23,85% MBM: 23,59% MM: 23,78% MBM: 23,49% MM: 22,65% MBM: 22,61% MM: 22,65% MBM: 22,60% MM: 20,20% MBM: 20,27%
HOLMÉN/ KNOPF(2004)	Schweden	Übernahmeangebote	121	1985-1995	MM	[0;0] [-1,+1] [-5,+5]	10,96% 15,54% 16,99%
YUCE/NG(2005)	Kanada	Übernahmen	242	1994-2000	MM	[0;0] [-5,+5] [0,+5] [-10,+10] [-40,+40]	4,42% 8,73% 5,66% 7,51% 9,53%
BUGEJA/ WALTER(1995)	Australien	Übernahmeangebote	78	1981-1989	MBM	[-60,+20]	16,03%

[†] MBM=Marktberinigtes Modell, MM=Marktmodell, MWM=Mittelwertmodell, ZFM=Zweifaktorenmodell[§] TO: Übernahmeangebote M: Fusionen.

Tabellen A.27: DKAR für alle Unternehmen

N=114	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,82%	14,69%	12,22%	6,04 ^{***}	74% ^{***}
[-60;0]	12,65%	11,91%	10,22%	5,60 ^{***}	79% ^{***}
[-30;+30]	13,89%	13,01%	10,81%	6,24 ^{***}	70% ^{***}
[-20;+20]	13,75%	12,88%	9,21%	6,20 ^{***}	79% ^{***}
[-10;+10]	13,48%	12,65%	7,38%	5,66 ^{***}	77% ^{***}
[-5;+5]	12,64%	11,90%	7,31%	6,48 ^{***}	78% ^{***}
[-5;-1]	2,68%	2,64%	1,37%	2,60 ^{**}	62% ^{***}
[0;0]	8,35%	8,02%	2,84%	5,62 ^{***}	71% ^{***}
[0;+1]	9,38%	8,97%	4,23%	6,11 ^{***}	75% ^{***}
[0;+5]	9,70%	9,26%	5,67%	5,83 ^{***}	68% ^{***}
[+1;+5]	1,24%	1,23%	0,45%	1,58	54%
[-60;-6]	1,25%	1,24%	2,30%	1,11	62% ^{**}
[-5;+30]	12,38%	11,67%	7,65%	6,12 ^{***}	76% ^{***}
[+6;+60]	1,56%	1,55%	-2,00%	1,29	45%

Tab. A.27.1: alle

N=93	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,85%	13,85%	12,74%	5,88 ^{***}	75% ^{***}
[-60;0]	11,66%	11,03%	11,54%	5,18 ^{***}	78% ^{***}
[-30;+30]	13,91%	13,02%	12,14%	6,27 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	12,36%	11,65%	10,45%	6,50 ^{***}	78% ^{***}
[-10;+10]	12,86%	12,10%	7,72%	6,28 ^{***}	82% ^{***}
[-5;+5]	11,93%	11,27%	7,92%	6,45 ^{***}	80% ^{***}
[-5;-1]	2,24%	2,22%	2,09%	2,90 ^{***}	63% ^{***}
[0;0]	6,90%	6,67%	3,65%	5,60 ^{***}	72% ^{***}
[0;+1]	8,90%	8,53%	5,67%	5,92 ^{***}	77% ^{***}
[0;+5]	9,47%	9,05%	5,92%	5,94 ^{***}	72% ^{***}
[+1;+5]	1,39%	1,38%	0,41%	2,09 ^{**}	54%
[-60;-6]	1,15%	1,14%	2,34%	0,84	61% [*]
[-5;+30]	12,60%	11,87%	7,82%	6,23 ^{***}	80% ^{***}
[+6;+60]	1,46%	1,45%	-1,86%	1,30	45%

Tab. A.27.2: liquide

Tabellen A.28: DKAR für alle Unternehmen (bei konkurrierenden Angeboten wird das 2. Angebot berücksichtigt)

N=114	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,51%	14,42%	12,10%	6,05 ^{***}	74% ^{***}
[-60;0]	13,11%	12,32%	10,70%	5,54 ^{***}	79% ^{***}
[-30;+30]	13,38%	12,56%	10,41%	6,29 ^{***}	71% ^{***}
[-20;+20]	13,28%	12,47%	8,58%	6,25 ^{***}	80% ^{***}
[-10;+10]	13,13%	12,34%	7,14%	5,71 ^{***}	78% ^{***}
[-5;+5]	12,39%	11,68%	7,05%	6,52 ^{***}	80% ^{***}
[-5;-1]	2,73%	2,69%	1,46%	2,63 ^{***}	62% ^{***}
[0;0]	8,43%	8,09%	3,36%	5,71 ^{***}	74% ^{***}
[0;+1]	9,24%	8,84%	4,23%	6,12 ^{***}	75% ^{***}
[0;+5]	9,41%	8,99%	5,30%	5,82 ^{***}	68% ^{***}
[+1;+5]	0,89%	0,89%	0,02%	1,59	50%
[-60;-6]	1,55%	1,54%	2,36%	1,07	63% ^{**}
[-5;+30]	12,25%	11,56%	7,42%	6,16 ^{***}	76% ^{***}
[+6;+60]	1,21%	1,20%	-2,26%	1,29	43%

Tab. A.28.1: alle

N=93	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,48%	13,52%	12,66%	5,81 ^{***}	75% ^{***}
[-60;0]	12,23%	11,54%	11,77%	5,32 ^{***}	78% ^{***}
[-30;+30]	13,27%	12,46%	10,56%	6,22 ^{***}	75% ^{***}
[-20;+20]	11,80%	11,15%	9,05%	6,45 ^{***}	80% ^{***}
[-10;+10]	12,45%	11,73%	7,56%	6,23 ^{***}	83% ^{***}
[-5;+5]	11,63%	11,00%	7,53%	6,47 ^{***}	82% ^{***}
[-5;-1]	2,32%	2,29%	2,09%	3,10 ^{***}	63% ^{***}
[0;0]	8,07%	7,76%	4,14%	5,73 ^{***}	75% ^{***}
[0;+1]	8,73%	8,37%	6,09%	5,83 ^{***}	76% ^{***}
[0;+5]	9,11%	8,72%	5,69%	5,82 ^{***}	72% ^{***}
[+1;+5]	0,96%	0,96%	-0,03%	1,48	49%
[-60;-6]	1,51%	1,50%	2,39%	1,10	62% ^{**}
[-5;+30]	12,46%	11,74%	7,80%	6,35 ^{***}	80% ^{***}
[+6;+60]	1,03%	1,02%	-2,14%	0,83	43%

Tab. A.28.2: liquide

Tabellen A.29: DKAR für alle Unternehmen; ohne Konzernumstrukturierungen

N=104	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,19%	16,71%	13,07%	6,78 ^{***}	77% ^{***}
[-60;0]	14,68%	13,70%	11,65%	6,60 ^{***}	81% ^{***}
[-30;+30]	15,66%	14,55%	12,36%	6,79 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	15,26%	14,20%	10,93%	6,52 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	15,44%	14,36%	7,64%	6,15 ^{***}	83% ^{***}
[-5;+5]	14,21%	13,29%	8,20%	6,93 ^{***}	81% ^{***}
[-5;-1]	3,11%	3,06%	1,52%	2,87 ^{***}	64% ^{***}
[0;0]	9,34%	8,93%	3,56%	5,85 ^{***}	71% ^{***}
[0;+1]	10,53%	10,01%	5,88%	6,43 ^{***}	77% ^{***}
[0;+5]	10,77%	10,23%	6,30%	6,01 ^{***}	71% ^{***}
[+1;+5]	1,31%	1,30%	0,45%	1,55	54%
[-60;-6]	1,72%	1,71%	2,30%	1,54	63% ^{**}
[-5;+30]	14,13%	13,22%	8,70%	6,74 ^{***}	81% ^{***}
[+6;+60]	1,72%	1,71%	-2,00%	1,37	44%

Tab. A.29.1: alle

N=86	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,35%	15,14%	13,07%	6,55 ^{***}	77% ^{***}
[-60;0]	13,31%	12,50%	11,92%	6,38 ^{***}	79% ^{***}
[-30;+30]	15,26%	14,20%	12,59%	7,06 ^{***}	77% ^{***}
[-20;+20]	13,62%	12,77%	10,93%	7,29 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	14,48%	13,52%	8,04%	7,05 ^{***}	86% ^{***}
[-5;+5]	13,29%	12,48%	8,63%	7,21 ^{***}	83% ^{***}
[-5;-1]	2,65%	2,62%	2,30%	3,54 ^{***}	65% ^{***}
[0;0]	8,84%	8,47%	4,94%	5,92 ^{***}	73% ^{***}
[0;+1]	9,92%	9,46%	7,03%	6,34 ^{***}	79% ^{***}
[0;+5]	10,36%	9,86%	6,74%	6,29 ^{***}	74% ^{***}
[+1;+5]	1,41%	1,40%	0,40%	2,04 ^{**}	53%
[-60;-6]	1,43%	1,42%	2,30%	1,11	62% ^{**}
[-5;+30]	14,01%	13,11%	8,70%	7,01 ^{***}	83% ^{***}
[+6;+60]	1,25%	1,24%	-2,26%	1,01	43%

Tab. A.29.2: liquide

Tabelle A.30: DKAR für Konzernumstrukturierungen

N=10	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	-6,10%	-6,29%	-3,26%	-0,75	40%
[-60;0]	-6,53%	-6,75%	1,50%	-0,70	60%
[-30;+30]	-2,90%	-2,94%	-5,55%	-0,43	30%
[-20;+20]	-0,81%	-0,81%	-2,07%	-0,15	40%
[-10;+10]	-5,01%	-5,14%	-2,51%	-0,97	20%
[-5;+5]	-2,57%	-2,60%	-1,40%	-0,60	50%
[-5;-1]	-1,73%	-1,75%	-1,39%	-0,57	40%
[0;0]	-1,38%	-1,39%	0,12%	-0,67	70%
[0;+1]	-1,83%	-1,85%	0,93%	-0,77	60%
[0;+5]	-0,85%	-0,85%	-0,93%	-0,40	40%
[+1;+5]	0,54%	0,54%	0,45%	0,28	50%
[-60;-6]	-3,55%	-3,61%	1,17%	-0,65	50%
[-5;+30]	-4,38%	-4,48%	-7,63%	-0,81	30%
[+6;+60]	-0,08%	-0,08%	0,16%	-0,02	50%

Tabelle A.31: DKAR für illiquide Aktien

N=21	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,21%	18,41%	10,89%	2,21**	67%***
[-60;0]	17,12%	15,80%	5,19%	2,34**	81%***
[-30;+30]	13,87%	12,99%	5,76%	1,85*	57%
[-20;+20]	20,13%	18,34%	1,76%	2,23**	76%***
[-10;+10]	16,24%	15,05%	5,72%	1,71	62%
[-5;+5]	15,80%	14,67%	5,15%	2,25**	71%**
[-5;-1]	4,60%	4,50%	0,54%	1,02	62%
[0;0]	10,05%	9,58%	0,29%	1,95*	67%
[0;+1]	11,54%	10,92%	1,00%	2,24**	52%**
[0;+5]	10,71%	10,17%	0,53%	1,80*	57%
[+1;+5]	0,59%	0,59%	2,80%	0,19	43%
[-60;-6]	1,73%	1,72%	2,51%	0,85	67%
[-5;+30]	11,37%	10,77%	0,93%	1,70	62%
[+6;+60]	2,04%	2,02%	-2,06%	0,53	52%

Tabelle A.32: DKAR im Zeitablauf (logarithmiert)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	N=3	N=14	N=7	N=10	N=8	N=12	N=12	N=13	N=10	N=14	N=11
[-60;+60]	-0,67%	25,63%***	5,05%	24,45%***	5,57%	12,56%	14,64%**	22,14%**	-3,15%	12,19%**	21,85%***
[-60;0]	6,78%*	22,23%***	6,07%	18,94%***	-9,37%	11,38%*	16,21%	9,90%**	5,18%	12,57%***	16,48%**
[-30;+30]	-2,23%	23,50%***	12,09%	19,49%***	7,96%	7,18%	11,45%	15,49%***	-3,48%	13,44%***	21,78%**
[-20;+20]	1,09%	21,14%***	16,55%**	17,41%***	5,94%	6,92%	18,61%	13,75%***	0,04%	10,31%***	18,38%**
[-10;+10]	-2,06%	21,33%***	15,99%**	14,89%**	5,02%	6,74%	13,71%	16,05%***	0,54%	11,01%***	21,32%***
[-5;+5]	0,34%	20,89%**	12,94%**	12,54%**	4,82%	10,55%*	9,62%	14,87%***	2,84%	8,79%***	20,13%**
[-5;-1]	3,18%	2,81%*	0,55%	-0,09%	-4,70%	0,00%	9,25%	3,05%*	0,75%	3,68%***	7,01%
[0;0]	2,16%	16,31%**	8,22%*	10,32%*	3,73%	8,20%*	2,93%	6,25%*	5,24%	6,16%**	12,32%*
[0;+1]	-0,92%	17,83%**	13,95%**	10,39%*	6,80%	10,86%**	2,78%	7,94%**	3,84%	4,83%*	13,38%***
[0;+5]	-2,84%	18,08%**	12,38%*	12,63%**	9,53%	10,56%**	0,37%	11,82%**	2,09%	5,11%*	13,11%*
[+1;+5]	-4,99%*	1,77%	4,17%	2,31%	5,80%	2,36%	-2,56%	5,57%**	-3,15%	-1,06%	0,79%
[-60;-6]	1,44%	3,11%	-2,70%	8,71%***	-8,39%	3,18%	4,03%	0,60%	-0,81%	2,72%	-2,86%
[-5;+30]	-2,20%	22,07%***	8,00%	16,78%***	8,91%	5,83%	6,65%	13,75%***	0,17%	10,82%***	22,83%**
[+6;+60]	-2,45%	1,63%	-5,19%**	3,20%	9,14%*	-1,18%	1,00%	6,67%	-5,18%*	0,67%	4,58%

Tabelle A.33: DKAR im Zeitablauf, delogarithmiert

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	N=3	N=14	N=7	N=10	N=8	N=12	N=12	N=13	N=10	N=14	N=11
[-60;+60]	-0,67%	29,21%	5,18%	27,70%	5,73%	13,38%	15,77%	24,78%	-3,10%	12,96%	24,42%
[-60;0]	7,02%	24,89%	6,26%	20,85%	-8,94%	12,05%	17,60%	10,41%	5,32%	13,39%	17,92%
[-30;+30]	-2,21%	26,49%	12,85%	21,52%	8,29%	7,44%	12,13%	16,75%	-3,42%	14,39%	24,33%
[-20;+20]	1,10%	23,54%	18,00%	19,02%	6,12%	7,17%	20,45%	14,74%	0,04%	10,86%	20,18%
[-10;+10]	-2,04%	23,78%	17,34%	16,06%	5,15%	6,97%	14,69%	17,41%	0,54%	11,64%	23,76%
[-5;+5]	0,34%	23,23%	13,81%	13,36%	4,94%	11,13%	10,10%	16,03%	2,88%	9,19%	22,30%
[-5;-1]	3,23%	2,85%	0,55%	-0,09%	-4,59%	0,00%	9,69%	3,10%	0,75%	3,75%	7,26%
[0;0]	2,18%	17,72%	8,57%	10,87%	3,80%	8,55%	2,97%	6,45%	5,38%	6,35%	13,11%
[0;+1]	-0,92%	19,52%	14,97%	10,95%	7,04%	11,47%	2,82%	8,26%	3,91%	4,95%	14,32%
[0;+5]	-2,80%	19,82%	13,18%	13,46%	10,00%	11,14%	0,37%	12,55%	2,11%	5,24%	14,01%
[+1;+5]	-4,87%	1,79%	4,26%	2,34%	5,97%	2,39%	-2,53%	5,73%	-3,10%	-1,05%	0,79%
[-60;-6]	1,45%	3,16%	-2,66%	9,10%	-8,05%	3,23%	4,11%	0,60%	-0,81%	2,76%	-2,82%
[-5;+30]	-2,18%	24,69%	8,33%	18,27%	9,32%	6,00%	6,88%	14,74%	0,17%	11,43%	25,65%
[+6;+60]	-2,42%	1,64%	-5,06%	3,25%	9,57%	-1,17%	1,01%	6,90%	-5,05%	0,67%	4,69%

Tabelle A.34: DKAR im Zeitablauf, ohne Konzernumstrukturierungen (logarithmiert)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	N=2	N=11	N=7	N=9	N=7	N=11	N=10	N=13	N=10	N=13	N=11
[-60;+60]	-4,30%	31,78%***	5,05%	23,22%***	14,33%	13,81%	20,55%***	22,14%**	-3,15%	15,23%***	21,85%***
[-60;0]	6,37%	28,70%***	6,07%	18,30%***	1,96%	12,16%*	20,75%*	9,90%***	5,18%	13,28%***	16,48%**
[-30;+30]	-4,09%	29,31%***	12,09%	17,30%***	15,73%	8,31%	15,29%*	15,49%***	-3,48%	15,22%***	21,78%**
[-20;+20]	3,13%	26,22%***	16,55%**	15,94%***	12,49%	7,94%	21,72%	13,75%***	0,04%	11,49%***	18,38%*
[-10;+10]	-1,77%	26,54%***	15,99%**	14,59%**	11,69%	8,87%	17,70%	16,05%***	0,54%	12,04%***	21,32%***
[-5;+5]	3,17%	25,76%***	12,94%**	13,05%**	10,48%	10,93%	11,82%	14,87%***	2,84%	9,97%***	20,13%**
[-5;-1]	7,27%	2,58%	0,55%	-0,33%	-1,64%	0,09%	11,45%	3,05%*	0,75%	3,57%***	7,01%
[0;0]	0,48%	20,83%**	8,22%*	11,44%*	6,87%	8,85%*	0,88%	6,25%**	5,24%	6,77%***	12,32%*
[0;+1]	-3,23%	23,01%**	13,95%**	11,45%*	10,36%*	11,48%**	3,14%	7,94%**	3,84%	5,78%**	13,38%***
[0;+5]	-4,09%	23,18%**	12,38%*	13,38%**	12,12%*	10,85%**	0,37%	11,82%**	2,09%	6,40%**	13,11%*
[+1;+5]	-4,58%	2,34%	4,17%	1,94%	5,25%	1,99%	-3,14%	5,57%**	-3,15%	-0,37%	0,79%
[-60;-6]	-1,38%	5,28%	-2,70%	7,19%***	-3,27%	3,21%	5,78%**	0,60%	-0,81%	2,94%	-2,86%
[-5;+30]	-0,25%	27,43%***	8,00%	16,12%**	15,49%**	6,30%	10,08%*	13,75%***	0,17%	12,51%***	22,83%**
[+6;+60]	-6,09%	0,74%	-5,19%**	2,99%	7,12%	-0,34%	2,95%	6,67%	-5,18%*	2,33%	4,58%

Tabelle A.35: DKAR im Zeitablauf, ohne Konzernumstrukturierungen, delogarithmiert

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	N=2	N=11	N=7	N=9	N=7	N=11	N=10	N=13	N=10	N=13	N=11
[-60;+60]	-4,21%	37,41%	5,18%	26,14%	15,41%	14,81%	22,81%	24,78%	-3,10%	16,45%	24,42%
[-60;0]	6,58%	33,24%	6,26%	20,08%	1,98%	12,93%	23,06%	10,41%	5,32%	14,20%	17,92%
[-30;+30]	-4,01%	34,06%	12,85%	18,89%	17,03%	8,67%	16,52%	16,75%	-3,42%	16,44%	24,33%
[-20;+20]	3,18%	29,98%	18,00%	17,28%	13,30%	8,26%	24,26%	14,74%	0,04%	12,18%	20,18%
[-10;+10]	-1,75%	30,40%	17,34%	15,71%	12,40%	9,28%	19,36%	17,41%	0,54%	12,79%	23,76%
[-5;+5]	3,22%	29,38%	13,81%	13,94%	11,05%	11,55%	12,55%	16,03%	2,88%	10,48%	22,30%
[-5;-1]	7,54%	2,61%	0,55%	-0,33%	-1,63%	0,09%	12,13%	3,10%	0,75%	3,63%	7,26%
[0;0]	0,48%	23,16%	8,57%	12,12%	7,11%	9,25%	0,88%	6,45%	5,38%	7,00%	13,11%
[0;+1]	-3,18%	25,87%	14,97%	12,13%	10,92%	12,16%	3,19%	8,26%	3,91%	5,95%	14,32%
[0;+5]	-4,01%	26,09%	13,18%	14,32%	12,89%	11,46%	0,37%	12,55%	2,11%	6,61%	14,01%
[+1;+5]	-4,48%	2,37%	4,26%	1,96%	5,39%	2,01%	-3,09%	5,73%	-3,10%	-0,37%	0,79%
[-60;-6]	-1,37%	5,42%	-2,66%	7,45%	-3,22%	3,26%	5,95%	0,60%	-0,81%	2,98%	-2,82%
[-5;+30]	-0,25%	31,56%	8,33%	17,49%	16,75%	6,50%	10,61%	14,74%	0,17%	13,33%	25,65%
[+6;+60]	-5,91%	0,74%	-5,06%	3,04%	7,38%	-0,34%	2,99%	6,90%	-5,05%	2,36%	4,69%

Tabellen A.36: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Angebotsfrist

N=33	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,08%	20,77%	20,14%	4,29***	79%***
[-60;0]	22,69%	20,45%	20,42%	5,13***	76%***
[-30;+30]	22,78%	20,52%	18,06%	4,48***	85%***
[-20;+20]	21,85%	19,76%	15,13%	4,51***	82%***
[-10;+10]	24,23%	21,70%	18,08%	4,81***	94%***
[-5;+5]	23,32%	20,96%	16,91%	4,89***	88%***
[-5;-1]	2,18%	2,16%	2,21%	2,43**	67%**
[0;0]	18,90%	17,31%	11,43%	4,49***	82%***
[0;+1]	20,65%	18,77%	11,88%	4,95***	88%***
[0;+5]	20,68%	18,80%	9,98%	4,68***	88%***
[+1;+5]	1,50%	1,49%	1,60%	1,01	64%*
[-60;-6]	0,98%	0,98%	1,61%	0,49	58%
[-5;+30]	22,38%	20,20%	15,80%	4,37***	88%***
[+6;+60]	-1,16%	-1,17%	-1,71%	-0,75	42%

Tabelle A.36.1: Gruppe 1 (73,94% bis 98,90%)

N=29	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,52%	21,12%	20,14%	5,07***	70%***
[-60;0]	21,46%	19,44%	20,42%	5,12***	70%***
[-30;+30]	22,79%	20,53%	18,06%	5,38***	76%***
[-20;+20]	21,22%	19,24%	15,13%	5,55***	73%***
[-10;+10]	23,47%	21,08%	18,08%	5,42***	85%***
[-5;+5]	21,97%	19,86%	16,91%	5,32***	79%***
[-5;-1]	2,44%	2,41%	3,13%	2,33**	58%**
[0;0]	16,28%	15,08%	11,43%	4,44***	76%***
[0;+1]	18,15%	16,68%	11,88%	4,94***	79%***
[0;+5]	19,07%	17,45%	9,98%	5,28***	79%***
[+1;+5]	2,40%	2,37%	1,60%	1,65	55%*
[-60;-6]	1,97%	1,95%	3,49%	0,86	55%
[-5;+30]	21,48%	19,46%	15,80%	4,88***	79%***
[+6;+60]	-0,69%	-0,69%	-2,14%	-0,41	33%

Tabelle A.36.2: Gruppe 1 (73,94% bis 98,90%), liquide

N=34	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,92%	19,00%	15,95%	4,88***	79%***
[-60;0]	12,64%	11,90%	12,63%	4,24***	94%***
[-30;+30]	16,06%	14,89%	13,42%	4,44***	76%***
[-20;+20]	13,16%	12,36%	8,21%	4,97***	85%***
[-10;+10]	11,88%	11,23%	6,91%	3,83***	82%***
[-5;+5]	10,64%	10,11%	7,54%	4,64***	82%***
[-5;-1]	2,24%	2,22%	1,32%	2,31**	68%**
[0;0]	5,51%	5,36%	3,56%	3,95***	79%***
[0;+1]	7,07%	6,83%	4,36%	4,15***	79%***
[0;+5]	8,21%	7,89%	5,79%	4,37***	74%***
[+1;+5]	2,56%	2,53%	-0,42%	1,83*	44%*
[-60;-6]	4,41%	4,32%	5,12%	2,16**	76%**
[-5;+30]	12,95%	12,18%	6,86%	4,80***	85%***
[+6;+60]	4,68%	4,57%	1,79%	1,92*	50%*

Tabelle A.36.3: Gruppe 2 (39,34% bis 71,25%)

N=26	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,68%	18,80%	20,82%	4,16***	62%***
[-60;0]	14,36%	13,42%	16,06%	3,72***	71%***
[-30;+30]	17,67%	16,27%	15,94%	4,24***	65%***
[-20;+20]	13,21%	12,41%	8,21%	4,23***	65%***
[-10;+10]	14,17%	13,25%	8,41%	3,74***	68%***
[-5;+5]	11,94%	11,28%	11,65%	4,34***	65%***
[-5;-1]	2,59%	2,56%	1,46%	2,10**	50%**
[0;0]	7,37%	7,11%	4,94%	4,40***	65%***
[0;+1]	8,52%	8,18%	7,33%	4,30***	68%***
[0;+5]	9,11%	8,72%	6,63%	4,20***	62%***
[+1;+5]	1,63%	1,62%	-0,54%	1,21	32%*
[-60;-6]	3,83%	3,76%	5,12%	1,49	56%*
[-5;+30]	14,26%	13,33%	11,10%	4,50***	68%***
[+6;+60]	3,83%	3,76%	1,09%	1,33	38%*

Tabelle A.36.4: Gruppe 2 (39,34% bis 71,25%), liquide

N=34	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,15%	10,57%	9,98%	2,45**	74%**
[-60;0]	9,50%	9,08%	5,80%	2,26**	71%**
[-30;+30]	9,53%	9,10%	8,93%	2,81***	62%***
[-20;+20]	11,62%	10,99%	4,42%	2,47**	79%***
[-10;+10]	11,80%	11,15%	7,52%	2,39**	74%***
[-5;+5]	10,11%	9,63%	5,22%	2,98***	71%***
[-5;-1]	4,79%	4,68%	1,64%	1,56	59%*
[0;0]	5,09%	4,96%	0,04%	2,80***	53%*
[0;+1]	5,45%	5,31%	0,96%	2,87***	65%**
[0;+5]	5,06%	4,94%	0,85%	2,09**	53%*
[+1;+5]	-0,02%	-0,02%	0,24%	-0,01	53%*
[-60;-6]	-0,57%	-0,57%	0,16%	-0,30	53%*
[-5;+30]	7,70%	7,42%	6,63%	2,68**	68%**
[+6;+60]	1,52%	1,51%	-3,60%	0,61	38%*

Tabelle A.36.5: Gruppe 3 (0% bis 37,27%)

N=28	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,15%	5,49%	8,91%	1,66	71%*
[-60;0]	9,50%	4,49%	4,81%	1,67	64%*
[-30;+30]	9,53%	6,54%	8,60%	2,38**	61%**
[-20;+20]	11,62%	6,67%	3,78%	2,47**	79%***
[-10;+10]	11,80%	6,80%	7,42%	2,96***	75%***
[-5;+5]	10,11%	6,59%	4,22%	2,77***	71%***
[-5;-1]	4,79%	2,72%	2,27%	1,64	64%*
[0;0]	5,09%	3,56%	-0,01%	2,07**	50%*
[0;+1]	5,45%	3,85%	0,76%	2,07**	61%*
[0;+5]	5,06%	3,87%	0,85%	1,74*	54%*
[+1;+5]	-0,02%	0,30%	0,24%	0,34	54%*
[-60;-6]	-0,57%	-1,79%	-1,07%	-0,86	46%*
[-5;+30]	7,70%	6,24%	5,38%	2,35**	68%**
[+6;+60]	1,52%	0,69%	-3,30%	0,34	39%*

Tabelle A.36.6: Gruppe 3 (0% bis 37,27%), liquide

Tabellen A.37: DKAR bei unterschiedlichem Erfolg des Angebots nach der Nachfrist

N=33	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,05%	20,74%	21,59%	4,46 ^{***}	82% ^{***}
[-60;0]	22,41%	20,22%	20,12%	5,51 ^{***}	82% ^{***}
[-30;+30]	22,01%	19,89%	16,96%	4,25 ^{***}	85% ^{***}
[-20;+20]	20,31%	18,49%	15,13%	4,30 ^{***}	79% ^{***}
[-10;+10]	22,41%	20,22%	17,14%	4,55 ^{***}	88% ^{***}
[-5;+5]	20,03%	18,26%	16,91%	4,72 ^{***}	85% ^{***}
[-5;-1]	2,06%	2,04%	1,28%	2,10 ^{**}	64% ^{***}
[0;0]	17,63%	16,24%	12,60%	4,95 ^{***}	88% ^{***}
[0;+1]	17,90%	16,47%	11,78%	5,11 ^{***}	94% ^{***}
[0;+5]	17,62%	16,23%	9,36%	4,62 ^{***}	88% ^{***}
[+1;+5]	-0,02%	-0,02%	1,10%	-0,02	58%
[-60;-6]	1,95%	1,93%	2,39%	1,02	64%
[-5;+30]	19,84%	18,10%	14,98%	4,09 ^{***}	88% ^{***}
[+6;+60]	0,54%	0,54%	-0,38%	0,30	48%

Tabelle A.37.1: Gruppe 1 (93,24% bis 99,98%)

N=29	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	24,40%	21,83%	21,59%	5,51 ^{***}	83% ^{***}
[-60;0]	22,04%	19,92%	20,12%	5,76 ^{***}	86% ^{***}
[-30;+30]	22,62%	20,39%	16,96%	4,98 ^{***}	86% ^{***}
[-20;+20]	20,47%	18,62%	15,13%	5,31 ^{***}	79% ^{***}
[-10;+10]	22,42%	20,23%	17,14%	5,13 ^{***}	90% ^{***}
[-5;+5]	19,55%	17,86%	16,91%	5,51 ^{***}	86% ^{***}
[-5;-1]	2,46%	2,43%	2,67%	2,18 ^{**}	66% ^{***}
[0;0]	15,90%	14,76%	12,60%	5,50 ^{***}	93% ^{***}
[0;+1]	16,06%	14,89%	11,78%	5,69 ^{***}	97% ^{***}
[0;+5]	16,67%	15,42%	9,36%	5,87 ^{***}	90% ^{***}
[+1;+5]	0,66%	0,66%	1,10%	0,82	55%
[-60;-6]	2,76%	2,72%	3,49%	1,27	66%
[-5;+30]	19,90%	18,15%	14,98%	4,72 ^{***}	90% ^{***}
[+6;+60]	1,26%	1,25%	-1,11%	0,63	45%

Tabelle A.37.2: Gruppe 1 (93,24% bis 99,98%), liquide

N=33	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,73%	14,61%	9,56%	3,56 ^{***}	73% ^{***}
[-60;0]	12,84%	12,08%	11,16%	3,49 ^{***}	82% ^{***}
[-30;+30]	16,25%	15,06%	9,15%	4,43 ^{***}	73% ^{***}
[-20;+20]	14,75%	13,76%	8,24%	4,78 ^{***}	85% ^{***}
[-10;+10]	14,71%	13,72%	7,50%	4,19 ^{***}	91% ^{***}
[-5;+5]	13,76%	12,89%	10,18%	4,15 ^{***}	85% ^{***}
[-5;-1]	1,94%	1,92%	0,93%	1,99 ^{***}	61% ^{***}
[0;0]	7,91%	7,61%	3,53%	2,90 ^{***}	76% ^{***}
[0;+1]	10,37%	9,87%	5,55%	3,47 ^{***}	82% ^{***}
[0;+5]	11,59%	10,97%	7,84%	3,80 ^{***}	79% ^{***}
[+1;+5]	3,42%	3,36%	0,74%	2,24 ^{**}	61% [*]
[-60;-6]	2,58%	2,55%	2,85%	1,17	67% [*]
[-5;+30]	13,60%	12,75%	7,34%	4,19 ^{***}	82% ^{***}
[+6;+60]	-0,82%	-0,82%	-2,48%	-0,46	30%

Tabelle A.37.3: Gruppe 2 (61,14% bis 92,60%)

N=26	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,37%	13,43%	10,09%	2,96 ^{***}	73% ^{***}
[-60;0]	12,79%	12,04%	13,36%	2,91 ^{***}	77% ^{***}
[-30;+30]	15,62%	14,51%	12,26%	3,99 ^{***}	77% ^{***}
[-20;+20]	14,29%	13,36%	11,17%	4,33 ^{***}	85% ^{***}
[-10;+10]	14,81%	13,81%	9,21%	3,80 ^{***}	92% ^{***}
[-5;+5]	13,36%	12,54%	10,85%	3,66 ^{***}	88% ^{***}
[-5;-1]	2,32%	2,29%	1,55%	1,95 ^{**}	62% ^{***}
[0;0]	7,89%	7,59%	4,94%	2,71 ^{***}	77% ^{***}
[0;+1]	10,23%	9,74%	6,67%	3,12 ^{***}	85% ^{***}
[0;+5]	10,79%	10,25%	6,88%	3,31 ^{***}	85% ^{***}
[+1;+5]	2,70%	2,66%	0,69%	1,77 [*]	62% [*]
[-60;-6]	2,18%	2,16%	2,55%	0,81	65%
[-5;+30]	13,19%	12,39%	7,57%	3,79 ^{***}	85% ^{***}
[+6;+60]	-1,25%	-1,26%	-3,30%	-0,60	31%

Tabelle A.37.4: Gruppe 2 (61,14% bis 92,60%), liquide

N=33	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,65%	15,40%	12,77%	3,31 ^{***}	76% ^{***}
[-60;0]	10,00%	9,53%	8,08%	2,38 ^{**}	76% ^{***}
[-30;+30]	10,02%	9,55%	10,36%	2,90 ^{***}	64% ^{***}
[-20;+20]	11,52%	10,90%	5,53%	2,42 ^{**}	82% ^{***}
[-10;+10]	10,65%	10,12%	6,37%	2,13 ^{**}	73% ^{***}
[-5;+5]	10,30%	9,80%	6,02%	2,96 ^{***}	73% ^{***}
[-5;-1]	5,47%	5,33%	2,09%	1,74 [*]	70% ^{***}
[0;0]	3,76%	3,69%	0,04%	2,19 ^{**}	55%
[0;+1]	4,72%	4,61%	1,20%	2,57 ^{**}	58% [*]
[0;+5]	4,57%	4,47%	-0,31%	1,88 [*]	48%
[+1;+5]	0,78%	0,78%	-0,77%	0,41	42%
[-60;-6]	0,51%	0,51%	0,69%	0,25	58%
[-5;+30]	9,49%	9,07%	6,17%	3,14 ^{***}	73% ^{***}
[+6;+60]	5,23%	5,10%	0,69%	1,76 [*]	52%

Tabelle A.37.5: Gruppe 3 (0% bis 56,53%)

N=26	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	10,40%	9,89%	11,77%	2,40 ^{**}	73% ^{**}
[-60;0]	5,53%	5,38%	7,52%	1,98 [*]	69% ^{**}
[-30;+30]	8,34%	8,01%	10,41%	2,70 ^{**}	65% ^{**}
[-20;+20]	6,27%	6,08%	4,19%	2,27 ^{**}	81% ^{***}
[-10;+10]	7,06%	6,82%	6,83%	2,95 ^{***}	81% ^{***}
[-5;+5]	7,95%	7,65%	5,22%	2,95 ^{***}	73% ^{***}
[-5;-1]	3,26%	3,21%	2,80%	1,81 [*]	69% ^{**}
[0;0]	3,24%	3,19%	0,04%	1,81 [*]	54%
[0;+1]	4,24%	4,15%	1,34%	2,13 ^{**}	58% [*]
[0;+5]	4,54%	4,44%	0,34%	1,81 [*]	50%
[+1;+5]	1,25%	1,24%	-0,84%	0,87	42%
[-60;-6]	-1,01%	-1,02%	0,10%	-0,45	50%
[-5;+30]	8,86%	8,49%	6,71%	2,91 ^{***}	73% ^{***}
[+6;+60]	3,32%	3,27%	-1,21%	1,22	50%

Tabelle A.37.6: Gruppe 3 (0% bis 56,53%), liquide

Tabellen A.38: DKAR bei unterschiedlichen Übernahmeprämien ggü. Ø12M

N=29	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	32,59%	28,21%	29,92%	8,09***	93%***
[-60;0]	32,09%	27,83%	23,63%	6,34***	93%***
[-30;+30]	29,78%	26,07%	26,32%	6,98***	90%***
[-20;+20]	32,21%	27,92%	22,81%	5,71***	100%***
[-10;+10]	30,97%	26,98%	25,74%	4,90***	90%***
[-5;+5]	25,45%	22,67%	18,64%	5,59***	90%***
[-5;-1]	7,23%	6,98%	4,14%	2,19**	79%***
[0;0]	9,82%	9,37%	12,63%	4,44***	86%***
[0;+1]	18,21%	16,73%	13,61%	4,84***	83%***
[0;+5]	16,99%	15,69%	13,27%	4,26***	79%***
[+1;+5]	0,39%	0,39%	0,65%	0,20	55%
[-60;-6]	5,71%	5,55%	5,05%	3,26***	76%***
[-5;+30]	23,76%	21,32%	18,44%	5,79***	93%***
[+6;+60]	-0,01%	-0,01%	-2,39%	-0,01	38%

Tabelle A.38.1: Gruppe 1 (24,56% bis 132,61%)

N=22	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	27,62%	24,39%	28,67%	7,80***	91%***
[-60;0]	25,58%	22,78%	21,77%	8,31***	91%***
[-30;+30]	24,67%	22,05%	24,16%	8,28***	91%***
[-20;+20]	23,38%	21,01%	21,40%	10,81***	100%***
[-10;+10]	23,55%	21,15%	23,47%	9,53***	95%***
[-5;+5]	20,21%	18,41%	18,56%	8,06***	91%***
[-5;-1]	5,16%	5,03%	4,99%	4,37***	82%***
[0;0]	12,46%	11,74%	12,61%	5,59***	86%***
[0;+1]	14,41%	13,46%	12,82%	5,89***	86%***
[0;+5]	14,32%	13,38%	14,66%	5,54***	86%***
[+1;+5]	2,03%	2,01%	0,57%	1,12	55%
[-60;-6]	6,59%	6,38%	6,07%	3,52***	82%***
[-5;+30]	19,15%	17,52%	16,77%	6,97***	95%***
[+6;+60]	-0,40%	-0,40%	-2,63%	-0,23	32%

Tabelle A.38.2: Gruppe 1 (24,56% bis 132,61%), liquide

N=30	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	30,49%	26,61%	20,31%	5,30***	77%***
[-60;0]	21,36%	19,36%	16,12%	6,52***	90%***
[-30;+30]	25,17%	22,45%	17,60%	5,25***	77%***
[-20;+20]	21,41%	19,40%	15,55%	5,48***	90%***
[-10;+10]	22,38%	20,20%	12,40%	4,79***	83%***
[-5;+5]	19,89%	18,14%	11,77%	4,77***	77%***
[-5;-1]	2,87%	2,83%	2,40%	2,65**	63%***
[0;0]	14,17%	13,25%	8,12%	3,82***	70%***
[0;+1]	14,45%	13,50%	8,28%	3,84***	73%***
[0;+5]	16,56%	15,32%	7,35%	4,29***	70%***
[+1;+5]	2,09%	2,07%	-0,15%	1,42	47%
[-60;-6]	3,34%	3,29%	2,34%	1,47	60%
[-5;+30]	21,81%	19,73%	16,01%	4,93***	83%***
[+6;+60]	5,32%	5,18%	-1,71%	1,68	47%

Tabelle A.38.3: Gruppe 2 (5,24% bis 23,23%)

N=28	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	25,12%	22,41%	12,77%	5,15***	75%***
[-60;0]	21,71%	19,65%	16,47%	6,17***	89%***
[-30;+30]	23,94%	21,46%	17,60%	4,87***	75%***
[-20;+20]	20,72%	18,83%	13,72%	5,02***	89%***
[-10;+10]	21,92%	19,82%	10,44%	4,41***	82%***
[-5;+5]	18,31%	16,81%	10,67%	4,26***	75%***
[-5;-1]	3,12%	3,07%	2,45%	2,73**	64%***
[0;0]	14,57%	13,60%	8,12%	3,68***	71%***
[0;+1]	13,83%	12,95%	8,06%	3,45***	71%***
[0;+5]	14,73%	13,74%	6,75%	3,78***	68%***
[+1;+5]	0,14%	0,14%	-0,45%	0,20	43%
[-60;-6]	3,04%	2,99%	2,34%	1,27	57%
[-5;+30]	21,12%	19,16%	14,86%	4,52***	82%***
[+6;+60]	2,64%	2,61%	-1,86%	1,02	43%

Tabelle A.38.4: Gruppe 2 (5,24% bis 23,23%), liquide

N=29	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	-1,10%	-1,11%	5,11%	-0,27	62%
[-60;0]	-1,53%	-1,54%	2,72%	-0,49	59%
[-30;+30]	0,15%	0,15%	1,49%	0,05	55%
[-20;+20]	-0,48%	-0,48%	1,71%	-0,17	59%
[-10;+10]	2,03%	2,01%	5,48%	0,80	76%***
[-5;+5]	3,22%	3,17%	4,49%	1,29	69%**
[-5;-1]	0,63%	0,63%	1,11%	0,43	59%
[0;0]	1,87%	1,85%	0,11%	1,39	48%
[0;+1]	2,83%	2,79%	1,56%	2,06**	62%*
[0;+5]	2,57%	2,54%	1,89%	1,11	55%
[+1;+5]	0,69%	0,69%	0,19%	0,48	48%
[-60;-6]	-3,94%	-4,02%	-2,58%	-1,73*	41%
[-5;+30]	2,29%	2,26%	2,60%	0,82	66%**
[+6;+60]	-0,26%	-0,26%	-2,80%	-0,12	41%

Tabelle A.38.5: Gruppe 3 (-54,22% bis 4,76%)

N=23	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	-1,16%	-1,17%	4,10%	-0,29	61%
[-60;0]	-2,36%	-2,39%	1,54%	-0,61	52%
[-30;+30]	2,78%	2,74%	3,20%	0,95	61%
[-20;+20]	0,74%	0,74%	1,45%	0,28	57%
[-10;+10]	3,71%	3,64%	6,06%	1,51	78%***
[-5;+5]	4,14%	4,06%	4,22%	1,50	70%**
[-5;-1]	0,35%	0,35%	0,70%	0,19	52%
[0;0]	2,79%	2,75%	0,36%	1,69	48%
[0;+1]	4,21%	4,12%	3,73%	2,65***	70%***
[0;+5]	3,79%	3,72%	1,89%	1,54	57%
[+1;+5]	0,96%	0,96%	0,19%	0,81	48%
[-60;-6]	-5,34%	-5,49%	-4,22%	-2,01*	35%
[-5;+30]	4,33%	4,24%	3,64%	1,63	65%**
[+6;+60]	0,25%	0,25%	-3,30%	0,10	43%

Tabelle A.38.6: Gruppe 3 (-54,22% bis 4,76%), liquide

Tabellen A.39: DKAR bei unterschiedlichen Übernahmeprämien ggü. $t=-1T$

N=28	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	37,18%	31,61%	34,29%	6,12 ^{***}	93% ^{***}
[-60;0]	25,41%	22,64%	24,08%	5,02 ^{***}	89% ^{***}
[-30;+30]	34,84%	29,89%	30,49%	7,66 ^{***}	93% ^{***}
[-20;+20]	31,13%	27,10%	27,97%	8,76 ^{***}	96% ^{***}
[-10;+10]	33,80%	29,12%	28,96%	7,72 ^{***}	96% ^{***}
[-5;+5]	32,79%	28,36%	29,36%	8,33 ^{***}	96% ^{***}
[-5;-1]	3,07%	3,02%	3,56%	2,48 ^{**}	68% ^{**}
[0;0]	23,22%	20,88%	18,94%	6,83 ^{***}	82% ^{***}
[0;+1]	26,01%	23,12%	21,96%	7,65 ^{***}	89% ^{***}
[0;+5]	28,84%	25,34%	25,73%	8,19 ^{***}	93% ^{***}
[+1;+5]	4,56%	4,46%	0,72%	2,24 ^{**}	61%
[-60;-6]	-1,25%	-1,26%	1,90%	-0,47	57%
[-5;+30]	34,68%	29,77%	27,35%	9,21 ^{***}	96% ^{***}
[+6;+60]	4,61%	4,51%	-1,62%	1,63	46%

Tabelle A.39.1: Gruppe 1 (14,60% bis 91,74%)

N=25	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	31,92%	27,70%	33,09%	5,79 ^{***}	92% ^{***}
[-60;0]	26,05%	23,15%	26,24%	4,59 ^{***}	88% ^{***}
[-30;+30]	34,16%	29,39%	30,44%	6,99 ^{***}	92% ^{***}
[-20;+20]	31,09%	27,07%	28,20%	7,86 ^{***}	96% ^{***}
[-10;+10]	34,22%	29,43%	28,69%	6,99 ^{***}	96% ^{***}
[-5;+5]	32,29%	27,98%	29,08%	7,42 ^{***}	96% ^{***}
[-5;-1]	3,60%	3,54%	3,94%	2,68 ^{**}	72% ^{**}
[0;0]	24,25%	21,71%	19,32%	6,57 ^{***}	84% ^{***}
[0;+1]	26,10%	23,19%	22,13%	6,85 ^{***}	88% ^{***}
[0;+5]	27,67%	24,43%	23,03%	7,23 ^{***}	92% ^{***}
[+1;+5]	2,77%	2,73%	0,49%	1,58 ^{***}	56%
[-60;-6]	-2,08%	-2,10%	1,47%	-0,71	52%
[-5;+30]	35,45%	30,34%	27,45%	8,53 ^{***}	96% ^{***}
[+6;+60]	1,84%	1,82%	-2,72%	0,92	40%

Tabelle A.39.2: Gruppe 1 (14,60% bis 91,74%), liquide

N=29	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,90%	11,24%	10,80%	4,68 ^{***}	79% ^{***}
[-60;0]	14,68%	13,70%	15,65%	6,96 ^{***}	90% ^{***}
[-30;+30]	10,03%	9,56%	9,15%	4,74 ^{***}	76% ^{***}
[-20;+20]	10,06%	9,59%	5,76%	5,77 ^{***}	90% ^{***}
[-10;+10]	9,94%	9,48%	7,75%	5,74 ^{***}	86% ^{***}
[-5;+5]	10,46%	9,95%	10,18%	7,23 ^{***}	90% ^{***}
[-5;-1]	2,70%	2,66%	0,86%	1,97 [*]	59%
[0;0]	6,17%	5,99%	4,80%	6,11 ^{***}	93% ^{***}
[0;+1]	6,90%	6,67%	6,09%	6,97 ^{***}	93% ^{***}
[0;+5]	7,57%	7,30%	7,35%	6,15 ^{***}	86% ^{***}
[+1;+5]	1,31%	1,30%	0,65%	1,71 [*]	59%
[-60;-6]	5,18%	5,05%	4,38%	3,32 ^{***}	76% ^{***}
[-5;+30]	8,24%	7,92%	7,25%	5,57 ^{***}	90% ^{***}
[+6;+60]	-3,69%	-3,76%	-4,63%	-2,85 ^{***}	21% ^{***}

Tabelle A.39.3: Gruppe 2 (-0,87% bis 13,97%)

N=25	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,85%	11,20%	9,56%	4,03 ^{***}	76% ^{***}
[-60;0]	15,44%	14,36%	17,24%	6,80 ^{***}	88% ^{***}
[-30;+30]	10,89%	10,34%	10,46%	4,59 ^{***}	76% ^{***}
[-20;+20]	10,62%	10,09%	8,24%	5,36 ^{***}	88% ^{***}
[-10;+10]	11,20%	10,62%	9,32%	5,96 ^{***}	92% ^{***}
[-5;+5]	11,33%	10,73%	10,67%	7,16 ^{***}	92% ^{***}
[-5;-1]	3,16%	3,11%	0,86%	2,03 [*]	60% [*]
[0;0]	7,05%	6,81%	6,18%	6,50 ^{***}	96% ^{***}
[0;+1]	7,84%	7,55%	8,06%	7,64 ^{***}	96% ^{***}
[0;+5]	7,92%	7,62%	7,35%	6,00 ^{***}	88% ^{***}
[+1;+5]	0,81%	0,81%	0,41%	1,16	56%
[-60;-6]	4,53%	4,43%	4,38%	2,84 ^{***}	72% ^{**}
[-5;+30]	9,13%	8,74%	7,50%	5,82 ^{***}	92% ^{***}
[+6;+60]	-3,88%	-3,96%	-4,63%	-2,65 ^{**}	20% ^{**}

Tabelle A.39.4: Gruppe 2 (-0,87% bis 13,97%), liquide

N=28	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	8,07%	7,76%	12,67%	1,48	64%
[-60;0]	5,61%	5,46%	2,72%	1,16	61%
[-30;+30]	5,92%	5,75%	1,15%	1,25	54%
[-20;+20]	5,83%	5,67%	2,02%	0,98	64%
[-10;+10]	7,63%	7,35%	4,18%	1,24	75% ^{**}
[-5;+5]	2,46%	2,43%	0,64%	0,70	54%
[-5;-1]	5,70%	5,54%	2,55%	1,62	75% ^{***}
[0;0]	-0,58%	-0,58%	-0,57%	-0,44	32% [*]
[0;+1]	-0,69%	-0,69%	-1,04%	-0,50	39%
[0;+5]	-3,06%	-3,11%	-1,82%	-2,31 ^{**}	29% ^{***}
[+1;+5]	-2,50%	-2,53%	-0,78%	-1,38	32%
[-60;-6]	0,50%	0,50%	-1,07%	0,21	46%
[-5;+30]	2,23%	2,21%	1,56%	0,65	61%
[+6;+60]	4,95%	4,83%	4,76%	1,74 [*]	61%

Tabelle A.39.5: Gruppe 3 (-40,89% bis -1,09%)

N=23	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	8,00%	7,70%	12,74%	1,59	65%
[-60;0]	1,37%	1,36%	1,57%	0,50	57%
[-30;+30]	6,52%	6,32%	4,30%	1,83 [*]	61%
[-20;+20]	2,85%	2,81%	1,87%	0,94	65%
[-10;+10]	3,91%	3,84%	4,40%	1,42	74% ^{**}
[-5;+5]	0,13%	0,13%	0,51%	0,08	52%
[-5;-1]	2,30%	2,27%	2,65%	1,57	70% ^{**}
[0;0]	-1,47%	-1,48%	-0,38%	-1,66	30% ^{**}
[0;+1]	-1,28%	-1,29%	-0,31%	-1,20	43% ^{**}
[0;+5]	-2,12%	-2,14%	-1,37%	-2,22 ^{**}	30% ^{***}
[+1;+5]	-0,66%	-0,66%	-0,63%	-0,73	35%
[-60;-6]	0,56%	0,56%	-0,49%	0,20	48%
[-5;+30]	2,41%	2,38%	1,55%	0,90	61%
[+6;+60]	7,26%	7,01%	5,81%	2,34 ^{**}	70% ^{***}

Tabelle A.39.6: Gruppe 3 (-40,89% bis -1,09%), liquide

Tabellen A.40: DKAR bei unterschiedlichen Bewertungsergebnissen der Fairness Opinions

N=10	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,07%	12,28%	10,62%	2,67**	70%**
[-60;0]	15,56%	14,46%	17,23%	4,79***	100%***
[-30;+30]	11,09%	10,52%	6,68%	2,29**	70%**
[-20;+20]	12,93%	12,16%	12,59%	3,64***	90%**
[-10;+10]	13,53%	12,69%	8,41%	3,09**	80%**
[-5;+5]	14,91%	13,90%	12,42%	3,47***	90%**
[-5;-1]	4,56%	4,46%	3,25%	2,95**	80%**
[0;0]	9,55%	9,12%	8,27%	3,29***	80%**
[0;+1]	9,60%	9,17%	8,34%	2,58**	80%**
[0;+5]	9,89%	9,43%	6,63%	2,52**	80%**
[+1;+5]	0,31%	0,31%	0,17%	0,19	50%
[-60;-6]	0,87%	0,87%	0,71%	0,56	70%
[-5;+30]	13,43%	12,60%	6,87%	2,89**	90%**
[+6;+60]	-2,46%	-2,49%	-3,79%	-1,12	20%

Tabelle A.40.1: DKAR: Angebotspreis größer Bewertungsspanne des DCF-Ergebnisses

N=9	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,16%	12,36%	10,61%	2,40**	67%**
[-60;0]	17,02%	15,72%	19,53%	5,13***	100%***
[-30;+30]	12,28%	11,58%	9,15%	2,32**	67%**
[-20;+20]	13,75%	12,88%	14,74%	3,53***	89%**
[-10;+10]	15,22%	14,17%	9,32%	3,30***	89%**
[-5;+5]	15,86%	14,72%	13,44%	3,36***	89%**
[-5;-1]	4,86%	4,75%	4,06%	2,86**	78%**
[0;0]	10,52%	10,00%	11,47%	3,40***	78%**
[0;+1]	10,26%	9,77%	10,59%	2,50**	78%**
[0;+5]	10,48%	9,97%	7,34%	2,41**	78%**
[+1;+5]	-0,03%	-0,03%	-0,15%	-0,02	44%
[-60;-6]	0,97%	0,97%	1,22%	0,56	67%
[-5;+30]	14,28%	13,35%	7,82%	2,78**	89%**
[+6;+60]	-3,28%	-3,33%	-4,14%	-1,45	11%

Tabelle A.40.2: DKAR: Angebotspreis größer Bewertungsspanne des DCF-Ergebnisses, liquide

N=3	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	55,96%	44,44%	55,98%	3,64**	100%
[-60;0]	28,36%	24,97%	23,52%	3,52**	100%
[-30;+30]	64,87%	50,00%	55,09%	2,93*	100%
[-20;+20]	38,87%	32,84%	41,18%	2,00	100%
[-10;+10]	55,77%	44,32%	50,68%	2,86*	100%
[-5;+5]	22,54%	20,33%	16,00%	1,91	100%
[-5;-1]	8,31%	7,98%	9,38%	2,23	100%
[0;0]	9,63%	9,19%	3,60%	0,94	67%
[0;+1]	10,14%	9,66%	6,80%	0,90	67%
[0;+5]	13,16%	12,36%	14,81%	1,32	67%
[+1;+5]	3,22%	3,17%	-0,64%	0,79	33%
[-60;-6]	8,11%	7,80%	8,69%	1,22	67%
[-5;+30]	43,72%	36,27%	31,08%	3,04*	100%
[+6;+60]	17,72%	16,31%	19,15%	1,44	67%

Tabelle A.40.3: DKAR: Angebotspreis kleiner Bewertungsspanne des DCF-Ergebnisses (alle liquide)

N=13	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,39%	18,56%	13,37%	2,84**	77%**
[-60;0]	15,93%	14,78%	12,81%	3,15***	85%**
[-30;+30]	18,90%	17,31%	16,03%	2,85**	69%**
[-20;+20]	15,93%	14,78%	6,15%	2,72**	77%**
[-10;+10]	17,01%	15,71%	5,82%	2,16**	69%**
[-5;+5]	16,88%	15,60%	6,93%	2,18**	62%**
[-5;-1]	3,00%	2,96%	1,68%	1,55	62%
[0;0]	12,60%	11,87%	6,18%	2,02*	69%**
[0;+1]	12,30%	11,60%	5,67%	1,93*	69%**
[0;+5]	13,47%	12,64%	7,35%	1,87*	54%
[+1;+5]	0,77%	0,77%	-0,77%	0,40	46%
[-60;-6]	-0,05%	-0,05%	7,35%	-0,01	69%
[-5;+30]	18,85%	17,27%	14,39%	2,50**	77%**
[+6;+60]	3,06%	3,01%	-0,26%	0,75	46%

Tabelle A.40.4: DKAR: Angebotspreis in Bewertungsspanne des DCF-Ergebnisses

N=11	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	24,73%	22,10%	24,07%	3,09**	82%**
[-60;0]	17,90%	16,47%	17,24%	3,06**	82%**
[-30;+30]	23,22%	20,88%	16,51%	3,15***	82%**
[-20;+20]	19,51%	17,82%	9,05%	2,98**	91%**
[-10;+10]	21,59%	19,55%	18,50%	2,43**	73%**
[-5;+5]	21,84%	19,75%	18,47%	2,53**	73%**
[-5;-1]	3,81%	3,74%	3,37%	1,74	64%
[0;0]	15,43%	14,35%	8,12%	2,15*	82%**
[0;+1]	14,82%	13,82%	8,28%	1,99*	73%**
[0;+5]	17,36%	16,01%	8,86%	2,12*	64%**
[+1;+5]	1,66%	1,65%	0,39%	0,77	55%
[-60;-6]	-1,62%	-1,63%	2,39%	-0,37	64%
[-5;+30]	24,82%	22,17%	14,86%	3,10**	91%**
[+6;+60]	4,06%	3,98%	3,61%	0,85	55%

Tabelle A.40.5: DKAR: Angebotspreis in Bewertungsspanne des DCF-Ergebnisses, liquide

Tabelle A.41: DKAR bei konkurrierenden Angeboten, 1. Angebot (alle liquide)

N=9	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,33%	20,97%	21,82%	5,29 ^{***}	100% ^{***}
[-60;0]	15,42%	14,34%	16,47%	4,20 ^{***}	89% ^{***}
[-30;+30]	18,41%	16,90%	16,30%	4,22 ^{***}	89% ^{***}
[-20;+20]	15,78%	14,65%	9,29%	3,48 ^{***}	78% ^{**}
[-10;+10]	12,49%	11,77%	14,39%	2,53 ^{**}	78% [*]
[-5;+5]	10,47%	9,96%	11,52%	2,81 ^{***}	67% [*]
[-5;-1]	-0,21%	-0,21%	7,25%	-0,10	100%
[0;0]	5,98%	5,81%	5,22%	2,22 [*]	67% [*]
[0;+1]	8,14%	7,83%	8,97%	3,63 ^{***}	89% ^{***}
[0;+5]	10,71%	10,17%	3,84%	5,02 ^{***}	67% ^{***}
[+1;+5]	4,46%	4,36%	14,42%	3,28 ^{***}	78% ^{***}
[-60;-6]	9,13%	8,74%	16,51%	2,20 ^{**}	89% ^{**}
[-5;+30]	7,43%	7,17%	0,24%	1,59	56%
[+6;+60]	2,31%	2,28%	3,73%	0,98	89%

Tabelle A.42: DKAR bei konkurrierenden Angeboten, 2. Angebot (alle liquide)

N=9	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,09%	17,47%	13,19%	4,42 ^{***}	100% ^{***}
[-60;0]	21,65%	19,60%	14,94%	4,03 ^{***}	89% ^{***}
[-30;+30]	11,80%	11,15%	7,57%	5,31 ^{***}	100% ^{***}
[-20;+20]	9,91%	9,45%	9,05%	4,56 ^{***}	89% ^{***}
[-10;+10]	8,24%	7,92%	4,14%	5,59 ^{***}	78% ^{***}
[-5;+5]	7,48%	7,21%	7,13%	3,51 ^{***}	89% ^{**}
[-5;-1]	0,45%	0,45%	6,64%	0,54	89%
[0;0]	6,94%	6,71%	5,34%	4,62 ^{***}	100% ^{***}
[0;+1]	6,33%	6,14%	9,13%	3,65 ^{***}	89% ^{**}
[0;+5]	6,98%	6,75%	-1,60%	3,03 ^{***}	44% ^{**}
[+1;+5]	0,05%	0,05%	8,55%	0,04	89%
[-60;-6]	13,25%	12,44%	13,49%	2,49 ^{**}	100% ^{**}
[-5;+30]	5,97%	5,80%	1,43%	1,97 [*]	56% [*]
[+6;+60]	-2,15%	-2,17%	-0,42%	-0,84	44%

Tabellen A.43: DKAR für alle Unternehmen ohne konkurrierende Angebote

N=105	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,20%	14,15%	11,03%	5,41 ^{***}	71% ^{***}
[-60;0]	12,41%	11,70%	9,34%	5,11 ^{***}	78% ^{***}
[-30;+30]	13,52%	12,68%	10,36%	5,66 ^{***}	69% ^{***}
[-20;+20]	13,58%	12,73%	8,70%	5,71 ^{***}	78% ^{***}
[-10;+10]	13,56%	12,72%	7,00%	5,31 ^{***}	77% ^{***}
[-5;+5]	12,82%	12,06%	6,96%	6,12 ^{***}	79% ^{***}
[-5;-1]	2,93%	2,89%	1,58%	2,66 ^{***}	63% ^{***}
[0;0]	8,56%	8,21%	2,05%	5,35 ^{***}	71% ^{***}
[0;+1]	9,49%	9,07%	4,09%	5,72 ^{***}	73% ^{***}
[0;+5]	9,61%	9,18%	5,24%	5,34 ^{***}	67% ^{***}
[+1;+5]	0,97%	0,97%	0,08%	1,15	50%
[-60;-6]	0,60%	0,60%	2,25%	0,52	61%
[-5;+30]	12,82%	12,06%	7,50%	5,92 ^{***}	76% ^{***}
[+6;+60]	1,50%	1,49%	-2,39%	1,15	43%

Tab. A.43.1: alle

N=84	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,99%	13,09%	11,82%	5,12 ^{***}	73% ^{***}
[-60;0]	11,26%	10,67%	11,24%	4,55 ^{***}	77% ^{***}
[-30;+30]	13,43%	12,60%	10,51%	5,67 ^{***}	73% ^{***}
[-20;+20]	12,00%	11,33%	9,21%	5,92 ^{***}	77% ^{***}
[-10;+10]	12,91%	12,14%	7,53%	5,82 ^{***}	82% ^{***}
[-5;+5]	12,09%	11,41%	7,72%	6,07 ^{***}	81% ^{***}
[-5;-1]	2,51%	2,48%	2,30%	3,05 ^{***}	64% ^{***}
[0;0]	8,19%	7,87%	3,63%	5,24 ^{***}	73% ^{***}
[0;+1]	8,99%	8,61%	4,98%	5,42 ^{***}	75% ^{***}
[0;+5]	9,34%	8,93%	5,67%	5,41 ^{***}	70% ^{***}
[+1;+5]	1,07%	1,06%	0,02%	1,48	50%
[-60;-6]	0,32%	0,32%	2,30%	0,24	60%
[-5;+30]	13,18%	12,38%	7,81%	6,11 ^{***}	80% ^{***}
[+6;+60]	1,37%	1,36%	-2,26%	1,02	43%

Tab. A.43.2: liquide

Tabellen A.44: DKAR bei freundlichen und feindlichen Angeboten

N=84	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,42%	18,58%	15,18%	6,46 ^{***}	76% ^{***}
[-60;0]	16,65%	15,40%	11,91%	6,26 ^{***}	83% ^{***}
[-30;+30]	16,68%	15,43%	10,81%	6,06 ^{***}	73% ^{***}
[-20;+20]	16,80%	15,53%	9,75%	6,04 ^{***}	82% ^{***}
[-10;+10]	16,93%	15,64%	7,14%	5,58 ^{***}	82% ^{***}
[-5;+5]	15,53%	14,44%	7,42%	6,39 ^{***}	82% ^{***}
[-5;-1]	3,84%	3,77%	1,80%	2,96 ^{***}	65% ^{***}
[0;0]	10,14%	9,66%	3,36%	5,29 ^{***}	73% ^{***}
[0;+1]	11,52%	10,90%	4,98%	5,88 ^{***}	77% ^{***}
[0;+5]	11,26%	10,67%	5,67%	5,32 ^{***}	71% ^{***}
[+1;+5]	1,01%	1,00%	-0,09%	1,00	49%
[-60;-6]	1,99%	1,97%	2,82%	1,54	65% ^{**}
[-5;+30]	15,17%	14,12%	7,65%	6,13 ^{***}	81% ^{***}
[+6;+60]	2,20%	2,18%	-1,79%	1,48	44%

Tab. A.44.1: DKAR bei freundlichen und neutralen Angeboten

N=66	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,59%	17,05%	15,18%	6,22 ^{***}	76% ^{***}
[-60;0]	15,38%	14,31%	13,79%	5,98 ^{***}	82% ^{***}
[-30;+30]	16,44%	15,22%	11,38%	6,21 ^{***}	76% ^{***}
[-20;+20]	15,06%	14,03%	9,75%	6,85 ^{***}	82% ^{***}
[-10;+10]	16,07%	14,90%	7,39%	6,38 ^{***}	86% ^{***}
[-5;+5]	14,67%	13,69%	8,24%	6,63 ^{***}	85% ^{***}
[-5;-1]	3,45%	3,39%	3,04%	3,97 ^{***}	67% ^{***}
[0;0]	9,70%	9,26%	4,94%	5,25 ^{***}	76% ^{***}
[0;+1]	10,98%	10,42%	6,67%	5,69 ^{***}	80% ^{***}
[0;+5]	10,86%	10,31%	5,81%	5,52 ^{***}	76% ^{***}
[+1;+5]	1,05%	1,04%	-0,21%	1,28	47%
[-60;-6]	1,67%	1,66%	3,17%	1,08	64% [*]
[-5;+30]	15,28%	14,22%	7,65%	6,38 ^{***}	83% ^{***}
[+6;+60]	1,71%	1,70%	-2,00%	1,14	42%

Tab. A.44.2: DKAR bei freundlichen und neutralen Angeboten, liquide

N=73	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,22%	17,58%	14,31%	6,02 ^{***}	77% ^{***}
[-60;0]	16,95%	15,66%	12,81%	6,61 ^{***}	85% ^{***}
[-30;+30]	16,57%	15,33%	10,89%	5,72 ^{***}	73% ^{***}
[-20;+20]	16,15%	14,97%	10,70%	6,35 ^{***}	84% ^{***}
[-10;+10]	15,75%	14,63%	7,28%	5,71 ^{***}	84% ^{***}
[-5;+5]	15,30%	14,24%	8,12%	6,05 ^{***}	82% ^{***}
[-5;-1]	2,52%	2,49%	1,72%	3,35 ^{***}	66% ^{***}
[0;0]	11,22%	10,63%	4,14%	5,25 ^{***}	74% ^{***}
[0;+1]	12,77%	12,02%	6,13%	5,86 ^{***}	81% ^{***}
[0;+5]	12,47%	11,75%	6,67%	5,39 ^{***}	75% ^{***}
[+1;+5]	1,13%	1,12%	-0,03%	1,20	49%
[-60;-6]	2,58%	2,55%	4,38%	1,86 [*]	68% ^{***}
[-5;+30]	15,30%	14,24%	7,80%	5,59 ^{***}	81% ^{***}
[+6;+60]	0,79%	0,79%	-1,86%	0,60	42%

Tab. A.44.3: DKAR bei (reinen) freundlichen Angeboten

N=59	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,84%	17,26%	14,31%	10,77 ^{***}	76% ^{***}
[-60;0]	17,03%	15,73%	17,76%	10,60 ^{***}	85% ^{***}
[-30;+30]	17,02%	15,72%	12,58%	12,45 ^{***}	76% ^{***}
[-20;+20]	16,02%	14,86%	10,70%	14,62 ^{***}	85% ^{***}
[-10;+10]	16,75%	15,49%	7,75%	13,93 ^{***}	90% ^{***}
[-5;+5]	15,92%	14,77%	10,67%	13,89 ^{***}	86% ^{***}
[-5;-1]	3,17%	3,12%	2,96%	8,06 ^{***}	66% ^{***}
[0;0]	11,13%	10,55%	6,18%	5,58 ^{***}	80% ^{***}
[0;+1]	12,51%	11,79%	8,06%	10,90 ^{***}	85% ^{***}
[0;+5]	12,36%	11,65%	7,34%	10,84 ^{***}	80% ^{***}
[+1;+5]	1,11%	1,10%	-0,15%	1,41	47%
[-60;-6]	2,08%	2,06%	4,38%	2,37 ^{**}	66% ^{**}
[-5;+30]	15,97%	14,82%	7,82%	12,70 ^{***}	85% ^{***}
[+6;+60]	0,43%	0,43%	-2,39%	0,63	39%

Tab. A.44.4: DKAR bei (reinen) freundlichen Angeboten, liquide

N=20	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	8,34%	8,01%	11,78%	2,18 ^{**}	80% ^{**}
[-60;0]	8,62%	8,27%	9,19%	2,67 ^{**}	75% ^{**}
[-30;+30]	9,14%	8,75%	13,79%	2,32 ^{**}	80% ^{***}
[-20;+20]	6,81%	6,59%	10,26%	0,92	85% ^{***}
[-10;+10]	6,58%	6,37%	7,64%	2,93 ^{***}	85% ^{***}
[-5;+5]	6,75%	6,53%	7,78%	2,39 ^{**}	75% ^{**}
[-5;-1]	-0,81%	-0,81%	-0,07%	2,92 ^{***}	50% ^{**}
[0;0]	5,84%	5,68%	5,85%	3,02 ^{***}	65% ^{**}
[0;+1]	5,97%	5,80%	7,16%	3,68 ^{***}	70% ^{***}
[0;+5]	7,82%	7,53%	7,93%	-0,67	75% ^{***}
[+1;+5]	2,10%	2,08%	1,85%	3,96 ^{***}	65%
[-60;-6]	2,87%	2,83%	1,83%	3,08 ^{***}	65%
[-5;+30]	7,41%	7,15%	7,79%	-0,22	70% ^{**}
[+6;+60]	-2,31%	-2,34%	-3,27%	0,95	35%

Tab. A.44.5: DKAR bei feindlichen Angeboten (alle liquide)

N=16	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,73%	11,09%	12,98%	2,88 ^{**}	88% ^{***}
[-60;0]	11,25%	10,66%	12,64%	2,97 ^{***}	88% ^{**}
[-30;+30]	10,72%	10,18%	15,73%	2,95 ^{***}	94% ^{***}
[-20;+20]	6,97%	6,74%	10,26%	2,15 ^{**}	94% ^{***}
[-10;+10]	7,49%	7,22%	8,41%	3,81 ^{***}	88% ^{***}
[-5;+5]	8,94%	8,56%	8,50%	2,74 ^{**}	88% ^{***}
[-5;-1]	-1,18%	-1,19%	-0,07%	-0,27	50% ^{***}
[0;0]	7,92%	7,62%	8,02%	2,76 ^{**}	81%
[0;+1]	7,82%	7,53%	7,34%	3,91 ^{***}	69% ^{***}
[0;+5]	10,51%	9,99%	9,35%	4,74 ^{***}	88% ^{***}
[+1;+5]	2,78%	2,74%	2,00%	1,23	69%
[-60;-6]	3,68%	3,61%	3,49%	1,01	69% ^{***}
[-5;+30]	9,42%	9,00%	8,70%	3,08 ^{***}	81% ^{***}
[+6;+60]	-2,29%	-2,32%	-3,15%	-0,54	38% ^{***}

Tab. A.44.6: DKAR bei feindlichen Angeboten; ohne erzwungene Angebote (alle liquide)

(Fortsetzung: Tabellen A.44: DKAR bei freundlichen und feindlichen Angeboten)

N=11	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	28,69%	25,22%	17,72%	2,38**	73%**
[-60;0]	14,64%	13,66%	2,37%	1,27	73%
[-30;+30]	16,03%	14,87%	6,02%	2,33**	73%**
[-20;+20]	21,17%	19,20%	3,02%	2,32**	73%**
[-10;+10]	24,23%	21,70%	5,17%	2,64**	73%**
[-5;+5]	17,02%	15,72%	5,29%	2,05*	82%**
[-5;-1]	13,93%	13,04%	7,06%	2,56**	73%**
[0;0]	2,72%	2,68%	-1,40%	0,31	45%
[0;+1]	3,32%	3,27%	0,29%	1,01	64%
[0;+5]	3,38%	3,32%	-0,51%	1,01	45%
[+1;+5]	-0,47%	-0,47%	-0,64%	-0,06	36%
[-60;-6]	-0,57%	-0,57%	-3,52%	-0,04	45%
[-5;+30]	14,67%	13,69%	10,33%	2,56**	82%**
[+6;+60]	13,33%	12,51%	5,93%	2,31**	64%**

Tab. A.44.7: DKAR bei neutralen Angeboten

N=7	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,34%	16,84%	18,75%	1,93*	71%
[-60;0]	1,72%	1,71%	-2,70%	0,34	57%
[-30;+30]	5,68%	5,52%	-0,48%	0,66	57%
[-20;+20]	-2,36%	-2,39%	-5,19%	-0,32	43%
[-10;+10]	9,92%	9,46%	5,07%	1,34	71%
[-5;+5]	4,22%	4,13%	2,47%	1,52	71%
[-5;-1]	-2,47%	-2,50%	-1,99%	-0,56	29%
[0;0]	-2,73%	-2,77%	-1,69%	-0,99	43%
[0;+1]	-2,70%	-2,74%	-2,72%	-1,25	43%
[0;+5]	16,29%	15,09%	14,80%	2,15*	86%
[+1;+5]	10,18%	9,69%	2,37%	2,50**	57%
[-60;-6]	10,74%	10,20%	4,06%	1,35	71%
[-5;+30]	7,11%	6,87%	7,37%	1,42	86%
[+6;+60]	0,03%	0,03%	-0,60%	0,00	29%

Tab. A.44.8: DKAR bei neutralen Angeboten, liquide

Tabellen A.45: DKAR bei Kaufangeboten und Tauschangeboten

N=76	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,66%	17,95%	13,07%	6,30***	82%***
[-60;0]	17,41%	16,05%	14,29%	6,45***	83%***
[-30;+30]	17,27%	15,93%	12,94%	6,13***	78%***
[-20;+20]	16,89%	15,61%	1,61%	5,66***	87%***
[-10;+10]	18,31%	16,81%	10,59%	5,74***	84%***
[-5;+5]	17,15%	15,83%	10,66%	6,70***	84%***
[-5;-1]	4,05%	3,97%	7,38%	2,85***	70%***
[0;0]	11,53%	10,91%	5,15%	5,67***	74%***
[0;+1]	12,41%	11,70%	7,35%	5,98***	76%***
[0;+5]	12,59%	11,86%	-2,43%	5,54***	72%***
[+1;+5]	0,95%	0,95%	9,63%	0,96	53%
[-60;-6]	1,18%	1,17%	13,42%	0,96	61%
[-5;+30]	16,03%	14,87%	2,30%	6,16***	84%***
[+6;+60]	0,95%	0,95%	0,39%	0,68	41%

Tab. A.45.1: DKAR bei Kaufangeboten

N=61	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	17,61%	16,22%	12,77%	6,35***	82%***
[-60;0]	15,63%	14,52%	14,92%	6,51***	80%***
[-30;+30]	17,47%	16,10%	13,72%	6,71***	82%***
[-20;+20]	14,95%	13,93%	1,47%	6,65***	87%***
[-10;+10]	17,30%	15,96%	11,97%	7,04***	89%***
[-5;+5]	16,14%	14,96%	12,30%	7,18***	87%***
[-5;-1]	3,39%	3,33%	8,28%	3,71***	70%***
[0;0]	10,79%	10,25%	6,35%	5,77***	74%***
[0;+1]	11,97%	11,31%	7,84%	6,12***	80%***
[0;+5]	12,33%	11,63%	-2,72%	5,96***	77%***
[+1;+5]	1,39%	1,38%	11,10%	1,75*	52%
[-60;-6]	0,94%	0,94%	15,48%	0,66	59%
[-5;+30]	16,13%	14,95%	3,13%	6,55***	87%***
[+6;+60]	0,32%	0,32%	0,38%	0,26	39%

Tab. A.45.2: DKAR bei Kaufangeboten, liquide

N=28	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,27%	13,34%	13,46%	2,72**	64%**
[-60;0]	7,59%	7,32%	7,58%	2,10	75%***
[-30;+30]	11,38%	10,78%	4,94%	2,95***	64%**
[-20;+20]	10,93%	10,37%	8,58%	3,43***	71%***
[-10;+10]	8,00%	7,70%	4,93%	2,41**	79%**
[-5;+5]	6,61%	6,40%	3,99%	2,33**	71%**
[-5;-1]	0,60%	0,60%	0,03%	0,53	50%
[0;0]	3,61%	3,55%	1,69%	1,87*	64%*
[0;+1]	5,59%	5,44%	2,61%	2,58**	79%***
[0;+5]	5,97%	5,80%	5,10%	2,48**	68%**
[+1;+5]	2,28%	2,25%	1,56%	1,39	57%
[-60;-6]	3,22%	3,17%	6,62%	1,29	71%**
[-5;+30]	9,16%	8,76%	6,57%	2,81***	71%**
[+6;+60]	3,83%	3,76%	1,99%	1,40	54%

Tab. A.45.3: DKAR bei Tauschangeboten (incl. gemischten Angeboten)

N=25	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,33%	12,51%	14,31%	2,50**	64%**
[-60;0]	7,89%	7,59%	8,55%	1,95*	76%***
[-30;+30]	10,03%	9,56%	4,30%	2,66**	64%**
[-20;+20]	10,47%	9,96%	8,70%	3,11***	72%***
[-10;+10]	7,84%	7,55%	4,85%	2,25**	80%**
[-5;+5]	6,64%	6,43%	4,46%	2,29**	72%**
[-5;-1]	0,88%	0,88%	0,38%	0,71	52%
[0;0]	4,21%	4,12%	2,05%	1,97*	72%**
[0;+1]	5,05%	4,93%	2,17%	2,18**	76%**
[0;+5]	5,71%	5,55%	5,24%	2,34**	68%**
[+1;+5]	1,44%	1,43%	1,14%	1,03	56%
[-60;-6]	2,62%	2,59%	6,59%	0,96	68%
[-5;+30]	9,01%	8,63%	5,80%	2,77**	72%**
[+6;+60]	3,55%	3,49%	1,82%	1,19	52%

Tab. A.45.4: DKAR bei Tauschangeboten (incl. gemischten Angeboten)

(Fortsetzung: Tabellen A.45: DKAR bei Kaufangeboten und Tauschangeboten)

N=18	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	12,74%	11,99%	6,47%	1,71	56%
[-60;0]	4,48%	4,38%	7,58%	1,02	78%**
[-30;+30]	9,77%	9,32%	2,12%	1,88*	61%
[-20;+20]	8,43%	8,09%	7,31%	2,45**	67%**
[-10;+10]	5,84%	5,68%	4,08%	1,42	72%
[-5;+5]	3,55%	3,49%	3,17%	1,14	72%
[-5;-1]	0,35%	0,35%	-0,40%	0,28	44%
[0;0]	1,20%	1,19%	1,69%	0,78	61%
[0;+1]	3,18%	3,13%	2,08%	1,39	72%
[0;+5]	3,19%	3,14%	2,62%	1,15	61%
[+1;+5]	1,97%	1,95%	0,23%	0,81	50%
[-60;-6]	2,87%	2,83%	7,30%	0,89	83%**
[-5;+30]	8,65%	8,30%	4,98%	2,42**	72%**
[+6;+60]	5,83%	5,67%	4,72%	1,44	56%

Tab. A.45.5: DKAR bei reinen Tauschangeboten

N=15	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	10,89%	10,34%	7,37%	1,38	53%
[-60;0]	4,33%	4,24%	8,55%	0,80	80%**
[-30;+30]	7,25%	7,00%	1,75%	1,43	60%
[-20;+20]	7,20%	6,95%	6,15%	2,02*	67%*
[-10;+10]	5,16%	5,03%	3,30%	1,16	73%
[-5;+5]	2,99%	2,95%	4,46%	0,99	73%
[-5;-1]	0,76%	0,76%	-0,31%	0,52	47%
[0;0]	1,69%	1,68%	2,49%	0,93	73%
[0;+1]	1,84%	1,82%	1,99%	0,77	67%
[0;+5]	2,21%	2,19%	1,70%	0,83	60%
[+1;+5]	0,51%	0,51%	-0,64%	0,25	47%
[-60;-6]	1,82%	1,80%	7,26%	0,48	80%
[-5;+30]	8,34%	8,01%	4,17%	2,51**	73%**
[+6;+60]	5,75%	5,59%	7,27%	1,22	53%

Tab. A.45.6: DKAR bei reinen Tauschangeboten

N=10	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	17,08%	15,77%	15,18%	2,72**	80%**
[-60;0]	13,46%	12,63%	8,67%	2,26**	70%*
[-30;+30]	14,35%	13,41%	17,10%	2,61**	70%
[-20;+20]	15,56%	14,46%	12,66%	2,77**	80%**
[-10;+10]	11,99%	11,32%	5,07%	3,46***	90%
[-5;+5]	12,37%	11,66%	7,52%	2,25**	70%*
[-5;-1]	1,07%	1,06%	0,88%	0,15	60%
[0;0]	10,08%	9,60%	4,84%	2,62**	70%
[0;+1]	8,10%	7,79%	1,59%	1,78	90%
[0;+5]	11,18%	10,60%	6,61%	2,56**	80%***
[+1;+5]	2,85%	2,81%	2,99%	1,08	70%
[-60;-6]	3,85%	3,78%	1,81%	0,54	50%**
[-5;+30]	10,04%	9,57%	11,39%	1,77	70%**
[+6;+60]	0,34%	0,34%	-0,53%	0,06	50%**

Tab. A.45.7: DKAR bei gemischten Angeboten (Kauf und Tausch kombiniert; alle liquide)

N=61	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	21,80%	19,72%	16,33%	5,86***	80%***
[-60;0]	20,02%	18,25%	17,76%	6,20***	84%***
[-30;+30]	18,58%	17,04%	12,61%	5,49***	75%***
[-20;+20]	19,20%	17,56%	14,09%	5,40***	87%***
[-10;+10]	20,55%	18,69%	10,44%	5,31***	84%***
[-5;+5]	18,97%	17,37%	11,40%	6,23***	85%***
[-5;-1]	5,06%	4,94%	2,45%	2,98***	72%***
[0;0]	12,70%	11,96%	5,22%	5,15***	77%***
[0;+1]	13,60%	12,75%	8,06%	5,41***	75%***
[0;+5]	13,22%	12,42%	7,34%	4,89***	72%***
[+1;+5]	0,47%	0,47%	-0,15%	0,40	48%
[-60;-6]	1,36%	1,35%	2,34%	0,97	62%
[-5;+30]	17,40%	16,04%	10,33%	5,62***	84%***
[+6;+60]	1,01%	1,00%	-2,39%	0,61	39%

Tab. A. 45.8: DKAR bei freundlichen und neutralen Kaufangeboten

N=46	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,72%	18,00%	15,54%	5,89***	80%***
[-60;0]	18,46%	16,94%	20,16%	6,29***	80%***
[-30;+30]	19,26%	17,61%	14,04%	6,01***	80%***
[-20;+20]	17,29%	15,95%	14,57%	6,71***	87%***
[-10;+10]	19,94%	18,18%	12,45%	6,66***	89%***
[-5;+5]	18,20%	16,72%	13,38%	6,76***	89%***
[-5;-1]	4,52%	4,42%	3,87%	4,43***	74%***
[0;0]	12,10%	11,42%	8,43%	5,10***	78%***
[0;+1]	13,41%	12,58%	8,97%	5,45***	80%***
[0;+5]	13,09%	12,30%	7,59%	5,22***	78%***
[+1;+5]	0,88%	0,88%	-0,21%	0,95	46%
[-60;-6]	1,10%	1,09%	2,36%	0,64	61%
[-5;+30]	17,96%	16,52%	12,79%	6,02***	87%***
[+6;+60]	0,19%	0,19%	-2,55%	0,12	37%

Tab. A.45.9: DKAR bei freundlichen und neutralen Kaufangeboten, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.45: DKAR bei Kaufangeboten und Tauschangeboten)

N=23	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,85%	15,57%	14,31%	2,78**	65%**
[-60;0]	8,16%	7,84%	8,55%	1,25*	83%***
[-30;+30]	11,82%	11,17%	4,30%	2,58**	65%**
[-20;+20]	10,69%	10,16%	6,15%	2,83***	70%***
[-10;+10]	7,84%	7,55%	4,40%	1,99*	78%**
[-5;+5]	6,89%	6,66%	3,52%	2,08**	74%**
[-5;-1]	0,66%	0,66%	-0,31%	0,48	48%
[0;0]	3,63%	3,57%	1,55%	1,66	61%
[0;+1]	6,18%	6,00%	2,17%	2,50**	83%**
[0;+5]	6,18%	6,00%	4,97%	2,24**	70%*
[+1;+5]	2,46%	2,43%	1,10%	1,25	52%
[-60;-6]	3,68%	3,61%	6,59%	1,25	74%**
[-5;+30]	9,46%	9,04%	5,80%	2,54**	74%**
[+6;+60]	5,44%	5,30%	2,16%	1,71	57%

Tab. A.45.10: DKAR bei freundlichen und neutralen Tauschangeboten

N=20	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,03%	14,87%	15,18%	2,57**	65%**
[-60;0]	8,61%	8,26%	9,85%	1,75*	85%***
[-30;+30]	10,21%	9,72%	3,39%	2,24**	65%*
[-20;+20]	10,09%	9,61%	5,99%	2,48**	70%**
[-10;+10]	7,62%	7,34%	4,18%	1,80*	80%**
[-5;+5]	6,97%	6,74%	3,99%	2,02*	75%**
[-5;-1]	1,03%	1,02%	0,03%	0,66	50%
[0;0]	4,38%	4,29%	1,93%	1,76*	70%
[0;+1]	5,59%	5,44%	2,08%	2,07*	80%**
[0;+5]	5,89%	5,72%	5,10%	2,08*	70%*
[+1;+5]	1,44%	1,43%	0,23%	0,84	50%
[-60;-6]	2,99%	2,95%	6,05%	0,90	70%*
[-5;+30]	9,34%	8,93%	4,98%	2,48**	75%**
[+6;+60]	5,32%	5,18%	2,32%	1,51	55%

Tab. A.45.11: DKAR bei freundlichen und neutralen Tauschangeboten, liquide

N=15	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	10,04%	9,57%	12,77%	2,43**	87%**
[-60;0]	8,64%	8,29%	9,04%	2,18**	80%**
[-30;+30]	8,74%	8,38%	12,14%	2,48**	87%**
[-20;+20]	5,21%	5,08%	6,55%	1,36	87%**
[-10;+10]	6,68%	6,47%	7,72%	2,17**	87%**
[-5;+5]	7,84%	7,55%	8,27%	2,26**	80%**
[-5;-1]	-1,20%	-1,21%	-0,64%	-0,73	47%
[0;0]	6,83%	6,61%	6,35%	3,13***	60%**
[0;+1]	7,30%	7,05%	7,52%	3,12***	80%***
[0;+5]	9,14%	8,75%	9,13%	2,69**	73%**
[+1;+5]	2,16%	2,14%	0,65%	1,41	60%
[-60;-6]	2,92%	2,88%	0,69%	0,88	60%
[-5;+30]	8,90%	8,53%	8,48%	2,26**	87%**
[+6;+60]	-0,85%	-0,85%	-2,88%	-0,37	47%

Tab. A.45.12: DKAR bei feindlichen Kaufangeboten (alle liquide)

N=5	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	3,37%	3,31%	7,44%	0,72	60%
[-60;0]	8,56%	8,21%	14,65%	2,99**	60%
[-30;+30]	9,38%	8,97%	15,44%	3,33**	60%
[-20;+20]	9,83%	9,38%	12,73%	4,32***	80%
[-10;+10]	6,34%	6,15%	5,14%	2,79**	80%
[-5;+5]	3,55%	3,49%	2,86%	1,49	60%
[-5;-1]	0,02%	0,02%	-0,76%	0,03	40%
[0;0]	2,93%	2,89%	5,34%	0,69	80%
[0;+1]	2,57%	2,54%	6,28%	1,14	60%
[0;+5]	3,53%	3,47%	3,62%	1,47	60%
[+1;+5]	0,58%	0,58%	3,33%	0,64	60%
[-60;-6]	5,44%	5,30%	7,35%	3,17**	80%
[-5;+30]	3,20%	3,15%	-1,96%	1,02	40%
[+6;+60]	-5,33%	-5,48%	-7,10%	-2,88**	20%

Tab. A.45.13: DKAR bei feindlichen Tauschangeboten (alle liquide)

Tabellen A.46: DKAR bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten

N=75	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,53%	17,00%	12,77%	6,25 ^{***}	75% ^{***}
[-60;0]	15,08%	14,05%	13,49%	6,15 ^{***}	83% ^{***}
[-30;+30]	17,67%	16,27%	13,43%	6,71 ^{***}	77% ^{***}
[-20;+20]	15,77%	14,64%	10,70%	6,75 ^{***}	85% ^{***}
[-10;+10]	15,79%	14,66%	9,10%	6,18 ^{***}	83% ^{***}
[-5;+5]	15,04%	14,01%	10,18%	6,68 ^{***}	83% ^{***}
[-5;-1]	2,00%	1,98%	1,03%	2,51 ^{**}	60% ^{***}
[0;0]	14,71%	13,72%	9,10%	5,64 ^{***}	76% ^{***}
[0;+1]	12,13%	11,45%	7,52%	6,36 ^{***}	88% ^{***}
[0;+5]	12,78%	12,03%	7,35%	6,25 ^{***}	80% ^{***}
[+1;+5]	1,94%	1,92%	0,74%	2,24 ^{**}	59%
[-60;-6]	1,98%	1,96%	2,79%	1,48	68% ^{**}
[-5;+30]	15,96%	14,81%	11,97%	6,56 ^{***}	84% ^{***}
[+6;+60]	1,04%	1,03%	-2,14%	0,80	44%

Tab. A.46.1: DKAR bei freiwilligen Angeboten

N=65	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	17,20%	15,87%	13,37%	10,91 ^{***}	74% ^{***}
[-60;0]	14,20%	13,28%	13,80%	9,76 ^{***}	82% ^{***}
[-30;+30]	16,35%	15,14%	15,36%	13,21 ^{***}	78% ^{***}
[-20;+20]	14,36%	13,42%	10,70%	15,53 ^{***}	86% ^{***}
[-10;+10]	14,91%	13,90%	9,32%	13,58 ^{***}	85% ^{***}
[-5;+5]	14,13%	13,22%	10,67%	13,83 ^{***}	85% ^{***}
[-5;-1]	2,42%	2,39%	1,19%	6,97 ^{***}	62% ^{***}
[0;0]	9,58%	9,15%	5,22%	6,17 ^{***}	78% ^{***}
[0;+1]	10,72%	10,18%	7,76%	9,92 ^{***}	88% ^{***}
[0;+5]	11,44%	10,83%	7,35%	11,04 ^{***}	82% ^{***}
[+1;+5]	1,68%	1,67%	0,65%	2,42 ^{**}	57%
[-60;-6]	1,75%	1,73%	2,39%	2,41 ^{**}	66% ^{**}
[-5;+30]	15,14%	14,10%	12,24%	13,60 ^{***}	86% ^{***}
[+6;+60]	0,92%	0,92%	-2,87%	1,49	42%

Tab. A.46.2: DKAR bei freiwilligen Angeboten, liquide

N=29	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	17,29%	15,95%	13,51%	2,94 ^{***}	83% ^{***}
[-60;0]	13,66%	12,80%	5,99%	2,79 ^{***}	76% ^{***}
[-30;+30]	10,61%	10,08%	7,50%	2,29 ^{**}	66% ^{***}
[-20;+20]	13,94%	13,05%	11,15%	2,37 ^{**}	76% ^{***}
[-10;+10]	14,55%	13,58%	7,48%	2,35 ^{**}	83% ^{***}
[-5;+5]	12,12%	11,44%	5,10%	2,68 ^{**}	76% ^{***}
[-5;-1]	6,04%	5,86%	2,67%	1,82 ^{**}	76% ^{***}
[0;0]	6,05%	5,87%	0,07%	2,19 ^{**}	61%
[0;+1]	6,49%	6,29%	-0,30%	2,08 ^{**}	48%
[0;+5]	5,74%	5,58%	-0,31%	1,63	48%
[+1;+5]	-0,29%	-0,29%	-0,28%	-0,14	41%
[-60;-6]	1,08%	1,07%	0,12%	0,52	52%
[-5;+30]	9,54%	9,11%	4,07%	2,34 ^{**}	72% ^{***}
[+6;+60]	3,51%	3,45%	-1,71%	1,15	45%

Tab. A.46.3: DKAR bei Pflichtangeboten

N=21	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,77%	12,90%	12,74%	3,19 ^{***}	86% ^{***}
[-60;0]	10,64%	10,11%	5,99%	2,89 ^{***}	71% ^{***}
[-30;+30]	11,94%	11,28%	10,36%	3,16 ^{***}	71% ^{***}
[-20;+20]	11,37%	10,77%	11,15%	3,28 ^{***}	71% ^{***}
[-10;+10]	13,11%	12,32%	7,56%	3,59 ^{***}	90% ^{***}
[-5;+5]	10,74%	10,20%	3,71%	2,55 ^{**}	76% ^{***}
[-5;-1]	3,39%	3,33%	3,23%	2,68 ^{**}	76% ^{***}
[0;0]	6,55%	6,34%	0,04%	1,72	57%
[0;+1]	7,48%	7,21%	0,37%	1,86	52%
[0;+5]	7,11%	6,87%	1,50%	1,78	52%
[+1;+5]	0,53%	0,53%	-0,15%	0,68	43%
[-60;-6]	0,44%	0,44%	-0,49%	0,18	48%
[-5;+30]	10,56%	10,04%	4,07%	2,57 ^{***}	71% ^{***}
[+6;+60]	2,28%	2,25%	-0,38%	0,98	48%

Tab. A.46.4: DKAR bei Pflichtangeboten, liquide

N=61	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,87%	18,12%	13,37%	9,57 ^{***}	72% ^{***}
[-60;0]	16,36%	15,15%	12,81%	8,15 ^{***}	84% ^{***}
[-30;+30]	18,64%	17,09%	12,58%	10,25 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	17,29%	15,95%	10,45%	10,16 ^{***}	84% ^{***}
[-10;+10]	16,85%	15,57%	7,00%	8,99 ^{***}	82% ^{***}
[-5;+5]	15,68%	14,57%	8,95%	8,49 ^{***}	82% ^{***}
[-5;-1]	2,72%	2,68%	1,28%	7,32 ^{***}	61% ^{***}
[0;0]	10,94%	10,38%	4,14%	4,82 ^{***}	75% ^{***}
[0;+1]	12,69%	11,95%	6,13%	6,95 ^{***}	89% ^{***}
[0;+5]	12,64%	11,90%	5,92%	6,75 ^{***}	79% ^{***}
[+1;+5]	1,53%	1,52%	0,41%	2,04 ^{**}	52%
[-60;-6]	2,12%	2,10%	2,85%	2,88 ^{***}	69% ^{**}
[-5;+30]	16,63%	15,38%	7,82%	9,16 ^{***}	82% ^{***}
[+6;+60]	1,46%	1,45%	-1,86%	2,44 ^{**}	44%

Tab. A.46.5: DKAR bei freundlichen freiwilligen Angeboten

N=51	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,41%	16,90%	14,31%	7,40 ^{***}	71% ^{***}
[-60;0]	15,47%	14,38%	17,76%	6,14 ^{***}	82% ^{***}
[-30;+30]	17,14%	15,82%	12,58%	9,59 ^{***}	75% ^{***}
[-20;+20]	15,78%	14,65%	10,45%	11,30 ^{***}	84% ^{***}
[-10;+10]	15,93%	14,78%	7,50%	9,67 ^{***}	84% ^{***}
[-5;+5]	14,66%	13,68%	9,44%	9,57 ^{***}	84% ^{***}
[-5;-1]	3,40%	3,34%	2,45%	6,28 ^{***}	63% ^{***}
[0;0]	9,65%	9,21%	5,08%	5,10 ^{***}	78% ^{***}
[0;+1]	10,99%	10,43%	7,25%	7,97 ^{***}	88% ^{***}
[0;+5]	10,89%	10,34%	5,92%	7,83 ^{***}	80% ^{***}
[+1;+5]	1,14%	1,13%	-0,45%	1,24	49%
[-60;-6]	1,85%	1,83%	2,85%	1,46	67% [*]
[-5;+30]	15,70%	14,58%	7,82%	10,76 ^{***}	84% ^{***}
[+6;+60]	1,40%	1,39%	-2,39%	1,59	41%

Tab. A.46.6: DKAR bei freundlichen freiwilligen Angeboten, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.46: DKAR bei freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten)

N=23	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	21,90%	19,80%	17,72%	3,07 ^{***}	87% ^{***}
[-60;0]	17,42%	16,06%	10,25%	2,87 ^{***}	83% ^{***}
[-30;+30]	11,65%	11,02%	7,50%	2,04 [*]	70% ^{**}
[-20;+20]	15,49%	14,40%	5,76%	2,09 ^{**}	78% ^{***}
[-10;+10]	17,16%	15,84%	7,28%	2,20 ^{**}	83% ^{***}
[-5;+5]	15,11%	14,07%	5,10%	2,70 ^{**}	83% ^{***}
[-5;-1]	6,90%	6,67%	2,67%	1,65	78% ^{***}
[0;0]	8,07%	7,76%	0,29%	2,23 ^{**}	65% [*]
[0;+1]	8,47%	8,13%	-0,30%	2,22 ^{**}	48%
[0;+5]	7,68%	7,40%	1,50%	1,76 [*]	52%
[+1;+5]	-0,35%	-0,35%	-0,28%	-0,14	39%
[-60;-6]	1,64%	1,63%	1,76%	0,64	57%
[-5;+30]	11,39%	10,79%	4,07%	2,27 ^{**}	78% ^{***}
[+6;+60]	4,19%	4,10%	-1,71%	1,15	43%

Tab. A.46.7: DKAR bei freundlichen Pflichtangeboten

N=15	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,22%	17,58%	17,72%	3,78 ^{***}	93% ^{***}
[-60;0]	15,08%	14,05%	12,05%	3,14 ^{***}	80% ^{***}
[-30;+30]	14,11%	13,20%	10,89%	2,90 ^{**}	80% ^{**}
[-20;+20]	12,67%	11,93%	3,50%	2,73 ^{**}	73% ^{**}
[-10;+10]	16,52%	15,29%	7,28%	3,41 ^{***}	93% ^{***}
[-5;+5]	14,74%	13,75%	3,71%	2,62 ^{**}	87% ^{***}
[-5;-1]	3,62%	3,56%	3,23%	2,21 ^{**}	80% ^{**}
[0;0]	9,88%	9,42%	0,99%	1,48	67%
[0;+1]	10,95%	10,39%	5,55%	2,04 [*]	53%
[0;+5]	10,73%	10,19%	3,34%	1,99 [*]	60% [*]
[+1;+5]	0,77%	0,77%	-0,15%	0,80	40%
[-60;-6]	1,07%	1,06%	5,05%	0,31	53%
[-5;+30]	13,86%	12,98%	4,07%	2,57 ^{**}	80% ^{***}
[+6;+60]	2,81%	2,77%	-0,38%	1,05	47%

Tab. A.46.8: DKAR bei freundlichen Pflichtangeboten, liquide

N=14	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	12,90%	12,13%	12,31%	2,53 ^{**}	86% ^{**}
[-60;0]	9,69%	9,25%	13,64%	2,66 ^{**}	79% ^{**}
[-30;+30]	13,54%	12,70%	16,27%	3,39 ^{***}	93% ^{**}
[-20;+20]	9,34%	8,93%	13,67%	2,01 [*]	93% ^{**}
[-10;+10]	11,28%	10,69%	14,63%	2,87 ^{**}	86% ^{**}
[-5;+5]	12,25%	11,56%	13,76%	3,11 ^{***}	86% ^{**}
[-5;-1]	-1,03%	-1,04%	0,55%	-0,60	57%
[0;0]	9,33%	8,92%	8,21%	4,21 ^{***}	79% ^{***}
[0;+1]	9,74%	9,29%	8,29%	4,08 ^{***}	86% ^{***}
[0;+5]	13,43%	12,60%	12,47%	3,91 ^{***}	86% ^{***}
[+1;+5]	3,74%	3,67%	3,19%	2,42 ^{**}	86% ^{**}
[-60;-6]	1,38%	1,37%	1,83%	0,47	64%
[-5;+30]	13,13%	12,34%	15,94%	3,08 ^{***}	93% ^{**}
[+6;+60]	-0,79%	-0,79%	-3,15%	-0,41	43%

Tab. A.46.9: DKAR bei feindlichen freiwilligen Angeboten (alle liquide)

N=6	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	1,19%	1,18%	7,83%	0,19	67%
[-60;0]	0,28%	0,28%	0,99%	0,14	50%
[-30;+30]	6,68%	6,47%	4,68%	1,26	50%
[-20;+20]	8,20%	7,88%	11,68%	2,04 [*]	67%
[-10;+10]	5,01%	4,89%	7,64%	1,72	83%
[-5;+5]	1,33%	1,32%	2,35%	0,44	50%
[-5;-1]	2,77%	2,73%	3,29%	1,53	67%
[0;0]	-1,34%	-1,35%	-0,63%	-0,54	33%
[0;+1]	-0,75%	-0,75%	-0,16%	-0,24	50%
[0;+5]	-1,41%	-1,42%	-2,91%	-0,55	33%
[+1;+5]	-0,07%	-0,07%	0,83%	-0,05	50%
[-60;-6]	-1,10%	-1,11%	-1,07%	-0,53	33%
[-5;+30]	2,75%	2,71%	3,53%	0,60	50%
[+6;+60]	0,97%	0,97%	2,16%	0,19	50%

Tab. A.46.10: DKAR bei feindlichen Pflichtangeboten (alle liquide)

Tabellen A.47: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter

N=57	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,35%	10,75%	8,27%	3,51 ^{***}	67% ^{***}
[-60;0]	11,88%	11,23%	8,08%	3,98 ^{***}	74% ^{***}
[-30;+30]	9,36%	8,95%	5,58%	3,29 ^{***}	68% ^{***}
[-20;+20]	10,75%	10,21%	5,67%	3,22 ^{***}	82% ^{***}
[-10;+10]	10,26%	9,77%	5,75%	2,98 ^{***}	74% ^{***}
[-5;+5]	10,00%	9,53%	6,18%	3,88 ^{***}	79% ^{***}
[-5;-1]	3,95%	3,87%	1,19%	2,17 ^{**}	61% ^{***}
[0;0]	5,79%	5,63%	1,33%	3,31 ^{***}	68% ^{***}
[0;+1]	7,15%	6,91%	3,71%	3,83 ^{***}	72% ^{***}
[0;+5]	5,83%	5,67%	3,34%	2,92 ^{***}	63% ^{**}
[+1;+5]	0,04%	0,04%	0,41%	0,04	56%
[-60;-6]	1,76%	1,74%	2,20%	1,30	61%
[-5;+30]	9,08%	8,69%	6,17%	3,53 ^{***}	77% ^{***}
[+6;+60]	-0,52%	-0,52%	-2,88%	-0,33	39%

Tab. A.47.1: DKAR bei Schweizer Anbietern

N=46	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,46%	10,85%	7,92%	3,52 ^{***}	67% ^{***}
[-60;0]	10,67%	10,14%	9,79%	4,07 ^{***}	72% ^{***}
[-30;+30]	10,06%	9,59%	5,81%	3,89 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	9,43%	9,01%	5,68%	3,88 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	9,86%	9,40%	5,97%	4,13 ^{***}	80% ^{***}
[-5;+5]	10,65%	10,12%	6,94%	4,35 ^{***}	83% ^{***}
[-5;-1]	2,77%	2,73%	1,19%	2,75 ^{***}	61% ^{***}
[0;0]	6,22%	6,03%	2,27%	3,10 ^{***}	72% ^{***}
[0;+1]	7,76%	7,47%	4,05%	3,58 ^{***}	76% ^{***}
[0;+5]	7,67%	7,39%	4,69%	3,45 ^{***}	70% ^{***}
[+1;+5]	1,37%	1,36%	0,57%	1,49	61%
[-60;-6]	1,39%	1,38%	1,83%	0,90	59%
[-5;+30]	10,35%	9,85%	7,10%	4,00 ^{***}	80% ^{***}
[+6;+60]	-0,65%	-0,65%	-3,33%	-0,37	37%

Tab. A.47.2: DKAR bei Schweizer Anbietern, liquide

N=31	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	34,81%	29,87%	27,43%	6,62 ^{***}	90% ^{***}
[-60;0]	23,07%	20,76%	20,12%	6,51 ^{***}	94% ^{***}
[-30;+30]	27,69%	24,44%	19,85%	6,59 ^{***}	87% ^{***}
[-20;+20]	24,01%	21,52%	19,14%	6,13 ^{***}	87% ^{***}
[-10;+10]	26,54%	23,54%	18,50%	6,06 ^{***}	94% ^{***}
[-5;+5]	24,31%	21,76%	20,00%	5,71 ^{***}	84% ^{***}
[-5;-1]	2,20%	2,18%	2,65%	2,00 ^{***}	74% ^{**}
[0;0]	17,08%	15,77%	12,60%	4,47 ^{***}	74% ^{***}
[0;+1]	18,68%	17,13%	12,24%	4,98 ^{***}	90% ^{***}
[0;+5]	21,63%	19,58%	16,34%	5,20 ^{***}	84% ^{***}
[+1;+5]	3,88%	3,81%	1,60%	2,19 ^{**}	55%
[-60;-6]	2,84%	2,80%	2,39%	1,35	65%
[-5;+30]	24,57%	21,97%	17,40%	5,57 ^{***}	90% ^{***}
[+6;+60]	5,45%	5,31%	0,55%	2,04 ^{**}	55%

Tab. A.47.3: DKAR bei internationalen Anbietern

N=27	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	26,28%	23,33%	21,59%	6,75 ^{***}	89% ^{***}
[-60;0]	19,76%	18,03%	20,12%	6,71 ^{***}	93% ^{***}
[-30;+30]	22,85%	20,58%	19,21%	6,36 ^{***}	85% ^{***}
[-20;+20]	19,17%	17,54%	14,62%	6,23 ^{***}	85% ^{***}
[-10;+10]	22,01%	19,89%	18,08%	5,75 ^{***}	93% ^{***}
[-5;+5]	18,51%	16,98%	16,91%	5,51 ^{***}	81% ^{***}
[-5;-1]	2,47%	2,44%	3,32%	1,96 [*]	74% [*]
[0;0]	13,15%	12,35%	11,47%	4,84 ^{***}	74% ^{***}
[0;+1]	13,95%	13,06%	11,88%	5,09 ^{***}	89% ^{***}
[0;+5]	15,66%	14,55%	9,98%	5,01 ^{***}	81% ^{***}
[+1;+5]	2,21%	2,19%	-0,28%	1,47	48%
[-60;-6]	3,29%	3,24%	4,38%	1,42	67% [*]
[-5;+30]	19,70%	17,98%	16,29%	5,21 ^{***}	89% ^{***}
[+6;+60]	3,15%	3,10%	-0,38%	1,51	48%

Tab. A.47.4: DKAR bei internationalen Anbietern, liquide

N=16	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,27%	12,46%	10,96%	2,10 [*]	88% ^{**}
[-60;0]	9,25%	8,85%	9,75%	1,44	81% ^{**}
[-30;+30]	16,53%	15,30%	15,50%	2,68 ^{**}	69% ^{**}
[-20;+20]	15,30%	14,24%	14,29%	3,22 ^{***}	75% ^{***}
[-10;+10]	13,78%	12,91%	7,65%	2,57 ^{**}	94% ^{***}
[-5;+5]	10,82%	10,27%	8,98%	2,73 ^{**}	81% ^{**}
[-5;-1]	1,94%	1,92%	1,89%	0,98	56%
[0;0]	7,71%	7,43%	3,19%	2,56 ^{**}	75% ^{**}
[0;+1]	7,56%	7,29%	4,88%	2,34 ^{**}	69% ^{**}
[0;+5]	8,71%	8,35%	9,04%	3,04 ^{***}	75% ^{**}
[+1;+5]	0,92%	0,92%	-0,09%	0,86	44%
[-60;-6]	-0,50%	-0,50%	2,91%	-0,13	69%
[-5;+30]	13,24%	12,43%	11,97%	3,08 ^{***}	75% ^{***}
[+6;+60]	2,73%	2,69%	-0,68%	1,07	44%

Tab. A.47.5: DKAR bei deutschen Anbietern

N=13	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,27%	13,34%	12,77%	1,82 [*]	85% [*]
[-60;0]	9,82%	9,37%	12,05%	1,24	77% [*]
[-30;+30]	18,85%	17,27%	17,67%	2,50 ^{**}	69% ^{**}
[-20;+20]	17,56%	16,18%	18,08%	3,07 ^{***}	77% ^{**}
[-10;+10]	16,01%	14,85%	12,40%	2,44 ^{**}	92% ^{**}
[-5;+5]	12,20%	11,51%	13,32%	2,53 ^{**}	85% ^{**}
[-5;-1]	2,66%	2,63%	2,40%	1,11	62%
[0;0]	9,43%	9,01%	7,05%	2,63 ^{**}	77% ^{**}
[0;+1]	9,40%	8,98%	10,40%	2,43 ^{**}	69% ^{**}
[0;+5]	9,29%	8,88%	9,21%	2,72 ^{**}	77% ^{**}
[+1;+5]	-0,12%	-0,12%	-0,15%	-0,15	38%
[-60;-6]	-2,23%	-2,26%	2,34%	-0,51	62%
[-5;+30]	15,66%	14,55%	15,80%	3,07 ^{***}	77% ^{***}
[+6;+60]	4,17%	4,09%	0,69%	1,38	54%

Tab. A.47.6: DKAR bei deutschen Anbietern, liquide

Tabellen A.48: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter und Kaufangeboten

N=40	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	12,18%	11,49%	9,98%	2,95 ^{***}	70% ^{**}
[-60;0]	13,72%	12,86%	9,79%	3,42 ^{***}	78%
[-30;+30]	10,04%	9,57%	6,43%	2,63 ^{**}	70% ^{**}
[-20;+20]	11,07%	10,50%	4,61%	2,45 ^{**}	85%
[-10;+10]	12,39%	11,68%	6,24%	2,60 ^{**}	73% [*]
[-5;+5]	12,04%	11,37%	7,12%	3,52 ^{***}	80%
[-5;-1]	4,88%	4,76%	1,52%	1,92 ^{***}	68% ^{**}
[0;0]	6,87%	6,64%	1,25%	3,07 ^{***}	68% ^{***}
[0;+1]	8,50%	8,16%	3,95%	3,56 ^{***}	70% [*]
[0;+5]	6,83%	6,61%	3,10%	2,63 ^{**}	63% ^{***}
[+1;+5]	-0,03%	-0,03%	0,39%	-0,02	55% ^{***}
[-60;-6]	1,46%	1,45%	1,44%	0,81	58% ^{***}
[-5;+30]	9,87%	9,41%	6,03%	2,97 ^{***}	80%
[+6;+60]	-1,32%	-1,33%	-3,18%	-0,76	35% ^{***}

Tab. A. 48.1: DKAR bei Kaufangeboten Schweizer Anbieter

N=31	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,66%	11,03%	8,27%	2,85 ^{***}	24%
[-60;0]	11,64%	11,01%	11,79%	3,37 ^{***}	25%
[-30;+30]	10,88%	10,33%	7,62%	3,19 ^{***}	26%
[-20;+20]	8,72%	8,36%	4,50%	2,90 ^{***}	29%
[-10;+10]	11,49%	10,88%	7,28%	3,63 ^{***}	27%
[-5;+5]	12,50%	11,78%	8,31%	3,83 ^{***}	29%
[-5;-1]	2,93%	2,89%	1,58%	2,15 ^{**}	22%
[0;0]	7,34%	7,08%	3,60%	2,78 ^{***}	23%
[0;+1]	9,58%	9,15%	4,40%	3,39 ^{***}	26%
[0;+5]	9,30%	8,89%	4,36%	3,15 ^{***}	24%
[+1;+5]	1,83%	1,81%	0,41%	1,42	21%
[-60;-6]	1,05%	1,04%	1,41%	0,49	19%
[-5;+30]	11,10%	10,53%	7,09%	3,28 ^{***}	29%
[+6;+60]	-1,78%	-1,80%	-3,73%	-0,99	11%

Tab. A.48.2: DKAR bei Kaufangeboten Schweizer Anbieter, liquide

N=21	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	36,64%	31,22%	29,92%	5,63 ^{***}	95% ^{***}
[-60;0]	26,85%	23,78%	20,71%	5,35 ^{***}	90% ^{***}
[-30;+30]	30,49%	26,61%	19,85%	6,24 ^{***}	95% ^{***}
[-20;+20]	28,20%	24,84%	20,03%	5,60 ^{***}	95% ^{***}
[-10;+10]	31,55%	27,42%	21,28%	5,69 ^{***}	95% ^{***}
[-5;+5]	30,53%	26,64%	23,12%	5,45 ^{***}	90% ^{***}
[-5;-1]	3,26%	3,21%	3,61%	2,52 ^{***}	81% [*]
[0;0]	23,16%	20,83%	16,67%	4,48 ^{***}	81% ^{***}
[0;+1]	23,16%	20,83%	16,61%	4,46 ^{***}	90% ^{***}
[0;+5]	26,39%	23,42%	18,40%	4,60 ^{***}	86% ^{***}
[+1;+5]	2,62%	2,59%	1,15%	1,50	52%
[-60;-6]	-0,27%	-0,27%	0,20%	-0,12	57%
[-5;+30]	30,07%	26,29%	17,74%	5,43 ^{***}	95% ^{***}
[+6;+60]	4,97%	4,85%	0,53%	1,49	52%

Tab. A.48.3: DKAR bei Kaufangeboten internationaler Anbieter

N=18	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	26,58%	23,57%	23,60%	6,47 ^{***}	94% ^{***}
[-60;0]	21,97%	19,86%	20,61%	5,27 ^{***}	89% ^{***}
[-30;+30]	25,78%	22,94%	18,96%	6,63 ^{***}	94% ^{***}
[-20;+20]	22,35%	20,17%	18,07%	6,27 ^{***}	94% ^{***}
[-10;+10]	25,95%	23,07%	19,89%	5,78 ^{***}	94% ^{***}
[-5;+5]	23,04%	20,73%	20,44%	5,50 ^{***}	89% ^{***}
[-5;-1]	3,77%	3,70%	3,94%	2,55 ^{**}	83% ^{**}
[0;0]	16,92%	15,63%	14,39%	4,80 ^{***}	78% ^{***}
[0;+1]	16,88%	15,60%	13,31%	4,65 ^{***}	89% ^{***}
[0;+5]	18,57%	17,03%	16,36%	4,42 ^{***}	83% ^{***}
[+1;+5]	1,41%	1,40%	-0,39%	0,96	44%
[-60;-6]	0,52%	0,52%	1,64%	0,20	61%
[-5;+30]	24,43%	21,86%	17,49%	5,52 ^{***}	94% ^{***}
[+6;+60]	2,34%	2,31%	-1,12%	1,11	44%

Tab. A.48.4: DKAR bei Kaufangeboten internationaler Anbieter, liquide

N=15	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,07%	16,61%	11,03%	3,86 ^{***}	93% ^{***}
[-60;0]	14,75%	13,76%	10,18%	4,13 ^{***}	87% ^{***}
[-30;+30]	19,66%	17,95%	17,60%	3,44 ^{***}	73% ^{***}
[-20;+20]	17,73%	16,32%	15,13%	4,00 ^{***}	80% ^{***}
[-10;+10]	16,94%	15,65%	7,75%	3,53 ^{***}	100% ^{***}
[-5;+5]	13,42%	12,59%	10,65%	4,25 ^{***}	87% ^{***}
[-5;-1]	2,95%	2,91%	2,09%	1,59	60%
[0;0]	8,76%	8,40%	3,20%	2,89 ^{**}	80% ^{**}
[0;+1]	8,71%	8,35%	5,67%	3,05 ^{***}	73% ^{**}
[0;+5]	10,16%	9,68%	9,21%	4,20 ^{***}	80% ^{***}
[+1;+5]	1,29%	1,28%	-0,03%	1,24	47%
[-60;-6]	2,48%	2,45%	3,49%	1,04	73%
[-5;+30]	14,36%	13,42%	13,61%	3,33 ^{***}	80% ^{***}
[+6;+60]	1,58%	1,57%	-1,11%	0,64	40%

Tab. A.48.5: DKAR bei Kaufangeboten deutscher Anbieter

N=12	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,45%	18,61%	15,24%	3,37 ^{***}	92% ^{***}
[-60;0]	16,84%	15,56%	13,49%	3,27 ^{***}	83% ^{***}
[-30;+30]	23,05%	20,74%	17,99%	3,20 ^{***}	75% ^{***}
[-20;+20]	20,85%	18,94%	18,88%	3,88 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	20,24%	18,43%	13,25%	3,44 ^{***}	100% ^{***}
[-5;+5]	15,62%	14,51%	15,69%	3,91 ^{***}	92% ^{***}
[-5;-1]	4,00%	3,92%	2,76%	1,83 [*]	67% [*]
[0;0]	10,92%	10,36%	10,23%	3,01 ^{**}	83% ^{**}
[0;+1]	11,00%	10,44%	11,45%	2,84 ^{**}	75% ^{**}
[0;+5]	11,17%	10,59%	10,12%	3,51 ^{***}	83% ^{***}
[+1;+5]	0,23%	0,23%	-0,09%	0,30	42%
[-60;-6]	1,29%	1,28%	2,91%	0,44	67%
[-5;+30]	17,32%	15,97%	15,90%	3,25 ^{***}	83% ^{***}
[+6;+60]	2,86%	2,82%	-0,21%	0,97	50%

Tab. A.48.6: DKAR bei Kaufangeboten deutscher Anbieter, liquide

Tabellen A.49: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter und Tauschangeboten

N=17	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	9,41%	8,99%	6,30%	1,89*	59%
[-60;0]	7,68%	7,40%	6,18%	2,24**	65%**
[-30;+30]	7,79%	7,50%	2,49%	2,27**	65%*
[-20;+20]	9,98%	9,51%	8,46%	2,65**	76%***
[-10;+10]	5,42%	5,28%	4,85%	1,76*	76%*
[-5;+5]	5,35%	5,21%	3,52%	1,71	76%*
[-5;-1]	1,77%	1,75%	-0,31%	1,43	47%
[0;0]	3,29%	3,24%	1,82%	1,27	71%
[0;+1]	4,04%	3,96%	2,17%	1,47	76%*
[0;+5]	3,52%	3,46%	3,55%	1,26	65%
[+1;+5]	0,22%	0,22%	1,14%	0,24	59%
[-60;-6]	2,43%	2,40%	5,50%	1,51	71%
[-5;+30]	7,23%	6,98%	7,34%	1,93*	71%*
[+6;+60]	1,39%	1,38%	-1,66%	0,40	47%

Tab. A.49.1: DKAR bei Tauschangeboten Schweizer Anbieter

N=15	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	11,04%	10,47%	7,37%	2,00*	60%
[-60;0]	8,71%	8,35%	6,25%	2,27**	67%**
[-30;+30]	8,39%	8,06%	2,49%	2,21**	67%*
[-20;+20]	10,92%	10,36%	8,70%	2,59**	80%***
[-10;+10]	6,53%	6,33%	4,85%	1,98*	80%**
[-5;+5]	6,90%	6,67%	5,21%	2,09*	80%**
[-5;-1]	2,42%	2,39%	0,53%	1,85*	53%
[0;0]	3,95%	3,87%	2,05%	1,35	80%
[0;+1]	4,08%	4,00%	2,17%	1,31	73%
[0;+5]	4,37%	4,28%	5,24%	1,43	67%
[+1;+5]	0,41%	0,41%	1,14%	0,45	60%
[-60;-6]	2,10%	2,08%	5,50%	1,18	67%
[-5;+30]	8,80%	8,43%	7,34%	2,25**	73%**
[+6;+60]	1,72%	1,71%	-1,66%	0,44	47%

Tab. A.49.2: DKAR bei Tauschangeboten Schweizer Anbieter, liquide

N=10	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	31,05%	27,04%	22,16%	3,34***	80%**
[-60;0]	15,50%	14,41%	16,23%	5,79***	100%***
[-30;+30]	21,99%	19,88%	19,79%	2,71**	70%**
[-20;+20]	15,67%	14,56%	12,53%	2,77**	70%**
[-10;+10]	16,63%	15,38%	11,72%	2,54**	90%**
[-5;+5]	12,22%	11,53%	5,99%	2,49**	70%*
[-5;-1]	0,00%	0,00%	0,62%	0,00	60%
[0;0]	5,28%	5,15%	3,32%	1,74	60%
[0;+1]	9,81%	9,36%	9,22%	2,83**	90%**
[0;+5]	12,21%	11,52%	8,13%	2,9**	80%**
[+1;+5]	6,59%	6,38%	2,72%	1,57	60%
[-60;-6]	9,70%	9,26%	8,68%	2,5**	80%**
[-5;+30]	13,77%	12,90%	11,05%	2,1*	80%
[+6;+60]	6,45%	6,25%	3,81%	1,39	60%

Tab. A.49.3: DKAR bei Tauschangeboten internationaler Anbieter

N=9	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	25,67%	22,85%	21,59%	2,95**	78%**
[-60;0]	15,47%	14,38%	17,76%	5,16***	100%***
[-30;+30]	17,16%	15,84%	19,21%	2,31**	67%*
[-20;+20]	13,05%	12,27%	10,45%	2,32**	67%*
[-10;+10]	14,49%	13,53%	7,00%	2,10*	89%*
[-5;+5]	9,93%	9,47%	4,46%	2,04*	67%
[-5;-1]	-0,10%	-0,10%	0,38%	-0,05	56%
[0;0]	5,97%	5,80%	5,09%	1,79	67%
[0;+1]	8,31%	7,98%	7,86%	2,37**	89%**
[0;+5]	10,05%	9,58%	7,85%	2,53**	78%**
[+1;+5]	3,85%	3,78%	1,98%	1,08	56%
[-60;-6]	9,07%	8,68%	7,26%	2,16*	78%
[-5;+30]	10,74%	10,20%	5,80%	1,65	78%*
[+6;+60]	4,80%	4,69%	1,82%	0,99	56%

Tab. A.49.4: DKAR bei Tauschangeboten internationaler Anbieter, liquide

N=1	DKAR delog	KAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	-39,23%	-49,80%	-	-	-
[-60;0]	-47,71%	-64,84%	-	-	-
[-30;+30]	-21,71%	-24,47%	-	-	-
[-20;+20]	-15,54%	-16,89%	-	-	-
[-10;+10]	-24,55%	-28,17%	-	-	-
[-5;+5]	-21,75%	-24,52%	-	-	-
[-5;-1]	-12,10%	-12,90%	-	-	-
[0;0]	-0,07%	-0,07%	-	-	-
[0;+1]	-8,20%	-8,56%	-	-	-
[0;+5]	-10,96%	-11,61%	-	-	-
[+1;+5]	-4,28%	-4,37%	-	-	-
[-60;-6]	-36,05%	-44,70%	-	-	-
[-5;+30]	-2,46%	-2,49%	-	-	-
[+6;+60]	21,42%	19,41%	-	-	-

Tab. A.49.5: DKAR bei Tauschangeboten deutscher Anbieter

Tabellen A.50: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter und freundlichen und feindlichen Angeboten

N=47	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,51%	12,67%	8,27%	3,71 ^{***}	68% ^{***}
[-60;0]	13,53%	12,69%	6,25%	3,88 ^{***}	77% ^{***}
[-30;+30]	10,33%	9,83%	4,30%	3,12 ^{***}	68% ^{***}
[-20;+20]	12,33%	11,63%	5,67%	3,19 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	11,49%	10,88%	5,21%	2,82 ^{***}	74% ^{***}
[-5;+5]	11,38%	10,78%	5,29%	3,82 ^{***}	83% ^{***}
[-5;-1]	5,25%	5,12%	1,72%	2,46 ^{**}	66% ^{***}
[0;0]	6,06%	5,88%	1,18%	2,95 ^{***}	68% ^{***}
[0;+1]	7,54%	7,27%	3,51%	3,45 ^{***}	72% ^{***}
[0;+5]	5,82%	5,66%	3,23%	2,50 ^{**}	64% ^{**}
[+1;+5]	-0,22%	-0,22%	0,39%	-0,16	53%
[-60;-6]	1,70%	1,69%	2,20%	1,11	62%
[-5;+30]	9,90%	9,44%	5,89%	3,41 ^{***}	79% ^{***}
[+6;+60]	0,19%	0,19%	-2,48%	0,10	40%

Tab. A.50.1: DKAR bei freundlichen Angeboten Schweizer Anbieter

N=36	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,32%	13,38%	7,92%	3,91 ^{***}	69% ^{***}
[-60;0]	12,47%	11,75%	9,40%	4,01 ^{***}	75% ^{***}
[-30;+30]	11,54%	10,92%	5,59%	3,81 ^{***}	75% ^{***}
[-20;+20]	11,12%	10,54%	5,68%	4,22 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	11,34%	10,74%	5,78%	4,13 ^{***}	83% ^{***}
[-5;+5]	12,65%	11,91%	6,55%	4,45 ^{***}	89% ^{***}
[-5;-1]	4,13%	4,05%	2,44%	3,84 ^{***}	67% ^{***}
[0;0]	6,69%	6,48%	1,93%	2,70 ^{**}	72% ^{***}
[0;+1]	8,45%	8,11%	3,95%	3,18 ^{***}	78% ^{***}
[0;+5]	8,18%	7,86%	3,85%	3,02 ^{***}	72% ^{***}
[+1;+5]	1,39%	1,38%	0,45%	1,27	58%
[-60;-6]	1,23%	1,22%	1,83%	0,67	58%
[-5;+30]	11,78%	11,14%	6,63%	4,02 ^{***}	83% ^{***}
[+6;+60]	0,25%	0,25%	-2,95%	0,12	39%

Tab. A.50.2: DKAR bei freundlichen Angeboten Schweizer Anbieter, liquide

N=24	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	40,61%	34,08%	35,13%	6,23 ^{***}	88% ^{***}
[-60;0]	28,07%	24,74%	21,74%	6,92 ^{***}	100% ^{***}
[-30;+30]	30,28%	26,45%	26,21%	5,61 ^{***}	83% ^{***}
[-20;+20]	27,16%	24,03%	25,01%	5,47 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	30,20%	26,39%	26,30%	5,44 ^{***}	92% ^{***}
[-5;+5]	26,83%	23,77%	23,17%	5,06 ^{***}	83% ^{***}
[-5;-1]	2,33%	2,30%	2,70%	1,78 [*]	71% [*]
[0;0]	19,35%	17,69%	12,27%	4,06 ^{***}	79% ^{***}
[0;+1]	21,41%	19,40%	16,49%	4,59 ^{***}	92% ^{***}
[0;+5]	23,95%	21,47%	17,76%	4,78 ^{***}	88% ^{***}
[+1;+5]	3,85%	3,78%	0,44%	1,76 [*]	50% [*]
[-60;-6]	4,86%	4,75%	5,12%	2,06 [*]	75% ^{**}
[-5;+30]	26,39%	23,42%	24,28%	4,70 ^{***}	88% ^{***}
[+6;+60]	5,72%	5,56%	0,54%	1,73 [*]	54% [*]

Tab. A. 50.3: DKAR bei freundlichen Angeboten internationaler Anbieter

N=20	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	29,80%	26,08%	28,67%	5,98 ^{***}	85% ^{***}
[-60;0]	24,43%	21,86%	21,74%	7,49 ^{***}	100% ^{***}
[-30;+30]	24,16%	21,64%	21,19%	4,99 ^{***}	80% ^{***}
[-20;+20]	21,11%	19,15%	22,13%	5,17 ^{***}	80% ^{***}
[-10;+10]	24,66%	22,04%	23,80%	4,84 ^{***}	90% ^{***}
[-5;+5]	19,39%	17,72%	17,78%	4,56 ^{***}	80% ^{***}
[-5;-1]	2,72%	2,68%	3,63%	1,74 [*]	70% [*]
[0;0]	14,41%	13,46%	11,45%	4,26 ^{***}	90% ^{***}
[0;+1]	15,45%	14,37%	11,95%	4,51 ^{***}	90% ^{***}
[0;+5]	16,23%	15,04%	9,67%	4,52 ^{***}	85% ^{***}
[+1;+5]	1,59%	1,58%	-0,97%	0,87	40% [*]
[-60;-6]	5,90%	5,73%	5,42%	2,24 ^{**}	80% ^{**}
[-5;+30]	20,11%	18,32%	19,17%	4,04 ^{***}	85% ^{***}
[+6;+60]	2,68%	2,64%	-1,12%	1,06	45%

Tab. A. 50.4: DKAR bei freundlichen Angeboten internationaler Anbieter, liquide

N=13	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	12,05%	11,38%	10,89%	1,60	85% [*]
[-60;0]	8,30%	7,97%	10,18%	1,06	77% [*]
[-30;+30]	16,57%	15,33%	13,40%	2,27 ^{**}	69% ^{**}
[-20;+20]	14,96%	13,94%	13,45%	2,67 ^{**}	77% ^{**}
[-10;+10]	13,93%	13,04%	7,75%	2,17 ^{**}	92% ^{**}
[-5;+5]	10,98%	10,42%	10,65%	2,27 ^{**}	77% ^{**}
[-5;-1]	1,62%	1,61%	1,68%	0,69	54%
[0;0]	8,88%	8,51%	3,20%	2,44 ^{**}	77% ^{**}
[0;+1]	8,70%	8,34%	4,09%	2,29 ^{**}	69% [*]
[0;+5]	9,21%	8,81%	11,04%	2,63 ^{**}	69% ^{**}
[+1;+5]	0,30%	0,30%	-0,55%	0,24	31%
[-60;-6]	-2,13%	-2,15%	2,34%	-0,48	62%
[-5;+30]	14,90%	13,89%	13,61%	2,89 ^{**}	77% ^{**}
[+6;+60]	3,16%	3,11%	-1,11%	1,01	38%

Tab. A.50.5: DKAR bei freundlichen Angeboten deutscher Anbieter

N=10	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	12,99%	12,21%	14,37%	1,31	80%
[-60;0]	8,76%	8,40%	13,49%	0,85	70%
[-30;+30]	19,59%	17,89%	17,99%	2,07 [*]	70%
[-20;+20]	17,79%	16,37%	16,61%	2,49 ^{**}	80% ^{**}
[-10;+10]	16,88%	15,60%	13,25%	2,02 [*]	90% ^{**}
[-5;+5]	12,84%	12,08%	15,69%	2,06 [*]	80%
[-5;-1]	2,47%	2,44%	2,76%	0,82	60%
[0;0]	11,51%	10,89%	14,43%	2,54 ^{**}	80% ^{**}
[0;+1]	11,45%	10,84%	14,43%	2,43 ^{**}	70% [*]
[0;+5]	10,12%	9,64%	13,29%	2,29 ^{**}	70% [*]
[+1;+5]	-1,24%	-1,25%	-0,81%	-1,91 [*]	20%
[-60;-6]	-4,81%	-4,93%	-0,47%	-0,90	50%
[-5;+30]	18,64%	17,09%	16,52%	2,93 ^{**}	80% ^{**}
[+6;+60]	5,19%	5,06%	0,93%	1,33	50%

Tab. A.50.6: DKAR bei freundlichen Angeboten deutscher Anbieter, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.50: DKAR bei unterschiedlicher Nationalität der Anbieter und freundlichen und feindlichen Angeboten)

N=10	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	1,75%	1,73%	7,93%	0,27	60%
[-60;0]	4,46%	4,36%	10,57%	1,03	60%
[-30;+30]	4,94%	4,82%	9,49%	1,03	70%
[-20;+20]	3,58%	3,52%	7,17%	0,62	80%
[-10;+10]	4,68%	4,57%	7,60%	0,99	70%
[-5;+5]	3,74%	3,67%	8,94%	0,85	60%
[-5;-1]	-1,99%	-2,01%	-0,95%	-1,01	40%
[0;0]	4,52%	4,42%	4,98%	1,73	70%
[0;+1]	5,34%	5,20%	7,16%	1,81	70%
[0;+5]	5,85%	5,69%	8,68%	1,76	60%
[+1;+5]	1,27%	1,26%	1,59%	0,81	70%
[-60;-6]	1,97%	1,95%	1,83%	0,71	60%
[-5;+30]	5,31%	5,17%	8,97%	0,96	70%
[+6;+60]	-3,82%	-3,90%	-5,14%	-1,62	30%

Tab. A.50.7: DKAR bei feindlichen Angeboten Schweizer Anbieter (alle liquide)

N=7	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,72%	15,46%	13,51%	4,20***	100%**
[-60;0]	7,35%	7,09%	3,86%	1,73	71%
[-30;+30]	19,18%	17,55%	16,51%	10,73***	100%**
[-20;+20]	13,79%	12,92%	12,44%	6,85***	100%**
[-10;+10]	14,75%	13,76%	14,42%	6,84***	100%**
[-5;+5]	16,03%	14,87%	16,91%	3,22**	86%**
[-5;-1]	1,76%	1,74%	2,65%	0,83	86%
[0;0]	9,64%	9,20%	12,60%	2,27*	57%
[0;+1]	9,78%	9,33%	11,78%	2,43**	86%
[0;+5]	14,03%	13,13%	16,05%	2,07*	71%
[+1;+5]	4,01%	3,93%	2,46%	1,54	71%
[-60;-6]	-3,78%	-3,85%	-0,62%	-0,95	29%
[-5;+30]	18,54%	17,01%	16,08%	4,69***	100%**
[+6;+60]	4,54%	4,44%	7,44%	1,16	57%

Tab. A.50.8: DKAR bei feindlichen Angeboten internationaler Anbieter (alle liquide)

N=3	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,70%	17,14%	12,77%	1,30	100%
[-60;0]	13,46%	12,63%	9,04%	2,53*	100%
[-30;+30]	16,42%	15,20%	17,60%	1,22	67%
[-20;+20]	16,85%	15,57%	19,67%	1,48	67%
[-10;+10]	13,15%	12,35%	7,56%	1,20	100%
[-5;+5]	10,10%	9,62%	7,30%	1,11	100%
[-5;-1]	3,31%	3,26%	2,09%	0,66	67%
[0;0]	2,77%	2,73%	3,18%	1,03	67%
[0;+1]	2,81%	2,77%	5,67%	0,61	67%
[0;+5]	6,57%	6,36%	8,86%	0,91	100%
[+1;+5]	3,70%	3,63%	3,04%	0,58	100%
[-60;-6]	6,87%	6,64%	9,00%	1,41	100%
[-5;+30]	6,28%	6,09%	3,90%	0,79	67%
[+6;+60]	0,88%	0,88%	0,69%	0,18	67%

Tab. A.50.9: DKAR bei feindlichen Angeboten deutscher Anbieter (alle liquide)

Tabellen A.51: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter

N=63	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	21,01%	19,07%	14,31%	5,55 ^{***}	78% ^{***}
[-60;0]	16,87%	15,59%	11,16%	5,60 ^{***}	84% ^{***}
[-30;+30]	15,67%	14,56%	10,89%	4,98 ^{***}	70% ^{***}
[-20;+20]	16,32%	15,12%	8,70%	4,92 ^{***}	84% ^{***}
[-10;+10]	16,29%	15,09%	7,48%	4,50 ^{***}	81% ^{***}
[-5;+5]	14,63%	13,65%	6,48%	4,98 ^{***}	78% ^{***}
[-5;-1]	3,62%	3,56%	1,72%	2,22 ^{**}	65% ^{***}
[0;0]	9,38%	8,97%	1,82%	4,00 ^{***}	71% ^{***}
[0;+1]	10,90%	10,35%	4,09%	4,49 ^{***}	71% ^{***}
[0;+5]	10,62%	10,09%	5,24%	4,03 ^{***}	65% ^{***}
[+1;+5]	1,13%	1,12%	-0,38%	0,86	44%
[-60;-6]	3,11%	3,06%	2,85%	2,42 ^{**}	67% ^{**}
[-5;+30]	13,29%	12,48%	7,25%	4,57 ^{***}	76% ^{***}
[+6;+60]	2,39%	2,36%	-1,86%	1,29	43%

Tab. A.51.1: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 50%

N=46	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,26%	16,77%	14,24%	5,28 ^{***}	78% ^{***}
[-60;0]	14,74%	13,75%	11,65%	5,54 ^{***}	80% ^{***}
[-30;+30]	14,84%	13,84%	11,38%	5,33 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	13,50%	12,66%	8,47%	6,18 ^{***}	85% ^{***}
[-10;+10]	14,58%	13,61%	7,53%	5,51 ^{***}	87% ^{***}
[-5;+5]	12,78%	12,03%	6,55%	4,99 ^{***}	80% ^{***}
[-5;-1]	2,86%	2,82%	2,66%	2,99 ^{***}	65% ^{***}
[0;0]	8,24%	7,92%	3,59%	3,66 ^{***}	74% ^{***}
[0;+1]	9,80%	9,35%	4,36%	4,05 ^{***}	74% ^{***}
[0;+5]	9,65%	9,21%	5,30%	3,92 ^{***}	70% ^{***}
[+1;+5]	1,29%	1,28%	-0,54%	1,16	41%
[-60;-6]	3,06%	3,01%	3,17%	1,95 [*]	65% ^{**}
[-5;+30]	12,65%	11,91%	7,37%	4,67 ^{***}	78% ^{***}
[+6;+60]	1,76%	1,74%	-2,00%	0,92	41%

Tab. A.51.2: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 50%, liquide

N=41	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,99%	13,09%	12,60%	3,95 ^{***}	76% ^{***}
[-60;0]	11,40%	10,80%	12,81%	3,53 ^{***}	76% ^{***}
[-30;+30]	15,63%	14,52%	15,36%	4,70 ^{***}	80% ^{***}
[-20;+20]	13,64%	12,79%	11,59%	4,41 ^{***}	80% ^{***}
[-10;+10]	14,13%	13,22%	9,32%	4,48 ^{***}	85% ^{***}
[-5;+5]	13,58%	12,73%	10,18%	5,16 ^{***}	85% ^{***}
[-5;-1]	2,32%	2,29%	1,19%	1,99 [*]	63% ^{**}
[0;0]	9,28%	8,87%	5,22%	4,93 ^{***}	71% ^{***}
[0;+1]	9,95%	9,49%	7,25%	5,31 ^{***}	85% ^{***}
[0;+5]	11,00%	10,44%	8,42%	5,23 ^{***}	80% ^{***}
[+1;+5]	1,59%	1,58%	1,14%	2,15 ^{**}	68% ^{**}
[-60;-6]	-0,36%	-0,36%	1,61%	-0,18	59%
[-5;+30]	15,45%	14,37%	10,84%	5,31 ^{***}	88% ^{***}
[+6;+60]	0,71%	0,71%	-2,87%	0,47	46%

Tab. 51.3: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters kleiner 50%

N=40	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,19%	13,27%	12,69%	3,91 ^{***}	75% ^{***}
[-60;0]	11,71%	11,07%	13,15%	3,55 ^{***}	78% ^{***}
[-30;+30]	15,73%	14,61%	15,56%	4,62 ^{***}	80% ^{***}
[-20;+20]	13,77%	12,90%	11,89%	4,34 ^{***}	80% ^{***}
[-10;+10]	14,34%	13,40%	9,47%	4,44 ^{***}	85% ^{***}
[-5;+5]	13,89%	13,01%	10,79%	5,17 ^{***}	85% ^{***}
[-5;-1]	2,42%	2,39%	1,19%	2,04 ^{**}	65% ^{**}
[0;0]	9,52%	9,09%	5,79%	4,97 ^{***}	73% ^{***}
[0;+1]	10,05%	9,58%	7,38%	5,23 ^{***}	85% ^{***}
[0;+5]	11,19%	10,61%	8,64%	5,20 ^{***}	80% ^{***}
[+1;+5]	1,53%	1,52%	0,99%	2,03 ^{**}	68% ^{**}
[-60;-6]	-0,41%	-0,41%	1,80%	-0,20	58%
[-5;+30]	15,59%	14,49%	11,54%	5,23 ^{***}	88% ^{***}
[+6;+60]	0,68%	0,68%	-2,88%	0,44	45%

Tab. 51.4: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters kleiner 50%, liquide

N=27	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	26,29%	23,34%	21,59%	5,34 ^{***}	81% ^{***}
[-60;0]	20,05%	18,27%	14,71%	5,26 ^{***}	93% ^{***}
[-30;+30]	21,07%	19,12%	13,40%	4,65 ^{***}	81% ^{***}
[-20;+20]	18,41%	16,90%	8,70%	4,47 ^{***}	93% ^{***}
[-10;+10]	17,76%	16,35%	7,50%	3,98 ^{***}	85% ^{***}
[-5;+5]	18,65%	17,10%	11,77%	4,31 ^{***}	89% ^{***}
[-5;-1]	2,51%	2,48%	0,53%	1,97 [*]	52%
[0;0]	13,03%	12,25%	4,14%	3,28 ^{***}	89% ^{***}
[0;+1]	15,59%	14,49%	7,86%	3,90 ^{***}	96% ^{***}
[0;+5]	15,74%	14,62%	5,65%	3,68 ^{***}	81% ^{***}
[+1;+5]	2,40%	2,37%	0,70%	1,31	52%
[-60;-6]	3,60%	3,54%	2,79%	2,25 ^{**}	70%
[-5;+30]	18,95%	17,35%	13,61%	4,34 ^{***}	93% ^{***}
[+6;+60]	2,74%	2,70%	0,55%	1,06	56%

Tab. 51.5: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 50%; Mehrheit seit über einem Jahr

N=20	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	21,54%	19,51%	18,82%	4,76 ^{***}	80% ^{***}
[-60;0]	16,95%	15,66%	14,65%	5,40 ^{***}	90% ^{***}
[-30;+30]	15,38%	14,31%	12,59%	4,27 ^{***}	80% ^{***}
[-20;+20]	12,47%	11,75%	8,21%	4,67 ^{***}	90% ^{***}
[-10;+10]	12,79%	12,04%	7,25%	3,99 ^{***}	90% ^{***}
[-5;+5]	13,76%	12,89%	9,36%	4,51 ^{***}	90% ^{***}
[-5;-1]	3,54%	3,48%	0,17%	2,13 ^{**}	50%
[0;0]	8,53%	8,19%	4,47%	3,96 ^{***}	90% ^{***}
[0;+1]	10,46%	9,95%	6,13%	4,13 ^{***}	95% ^{***}
[0;+5]	9,87%	9,41%	5,30%	3,45 ^{***}	80% ^{***}
[+1;+5]	1,23%	1,22%	-1,03%	0,62	40%
[-60;-6]	4,08%	4,00%	2,60%	2,16 ^{**}	70%
[-5;+30]	14,11%	13,20%	12,79%	4,46 ^{***}	95% ^{***}
[+6;+60]	2,66%	2,63%	0,66%	0,79	50%

Tab. 51.6: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 50%; Mehrheit seit über einem Jahr, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.51: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

N=36	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	17,19%	15,86%	13,45%	3,15***	75%***
[-60;0]	14,55%	13,58%	9,13%	3,29***	78%***
[-30;+30]	11,80%	11,15%	6,55%	2,76***	61%***
[-20;+20]	14,77%	13,78%	8,96%	2,99***	78%***
[-10;+10]	15,20%	14,15%	7,38%	2,81***	78%***
[-5;+5]	11,71%	11,07%	4,23%	2,95***	69%***
[-5;-1]	4,48%	4,38%	2,55%	1,65	75%***
[0;0]	6,72%	6,50%	0,23%	2,39**	58%
[0;+1]	7,52%	7,25%	0,86%	2,55**	53%*
[0;+5]	6,92%	6,69%	2,24%	2,13**	53%
[+1;+5]	0,19%	0,19%	-0,51%	0,10	39%
[-60;-6]	2,74%	2,70%	4,78%	1,43	64%
[-5;+30]	9,23%	8,83%	4,02%	2,41**	64%***
[+6;+60]	2,11%	2,09%	-2,60%	0,81	33%

Tab. A.51.7: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 50%; Mehrheit seit weniger als ein Jahr

N=26	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,79%	14,66%	13,45%	3,13***	77%***
[-60;0]	13,07%	12,28%	11,01%	3,22***	73%***
[-30;+30]	14,43%	13,48%	10,67%	3,49***	69%***
[-20;+20]	14,29%	13,36%	13,08%	4,30***	81%***
[-10;+10]	15,97%	14,82%	7,95%	3,97***	85%***
[-5;+5]	12,03%	11,36%	4,23%	3,07***	73%***
[-5;-1]	2,35%	2,32%	3,04%	2,06***	77%***
[0;0]	8,03%	7,72%	1,16%	2,28**	62%*
[0;+1]	9,30%	8,89%	3,95%	2,41**	58%**
[0;+5]	9,47%	9,05%	5,89%	2,49**	62%**
[+1;+5]	1,34%	1,33%	-0,21%	1,03	42%
[-60;-6]	2,27%	2,24%	5,39%	0,95	62%
[-5;+30]	11,53%	10,91%	4,33%	2,77**	65%**
[+6;+60]	1,06%	1,05%	-2,55%	0,47	35%

Tab. A.51.8: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 50%; Mehrheit seit weniger als ein Jahr, liquide

N=15	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,16%	13,24%	7,58%	2,77**	80%***
[-60;0]	12,73%	11,98%	11,32%	3,99***	80%***
[-30;+30]	20,80%	18,90%	15,77%	3,39***	87%***
[-20;+20]	21,07%	19,12%	16,12%	4,71***	93%***
[-10;+10]	21,76%	19,69%	14,42%	3,61***	100%***
[-5;+5]	19,82%	18,08%	13,44%	4,35***	93%***
[-5;-1]	2,44%	2,41%	0,38%	1,51	60%
[0;0]	13,68%	12,82%	12,66%	4,64***	87%***
[0;+1]	13,63%	12,78%	10,59%	4,46***	93%***
[0;+5]	16,96%	15,67%	10,63%	4,46***	93%***
[+1;+5]	2,89%	2,85%	3,04%	2,00*	80%*
[-60;-6]	-3,20%	-3,25%	-0,62%	-1,20	47%
[-5;+30]	21,45%	19,43%	14,39%	3,89***	93%***
[+6;+60]	-1,58%	-1,59%	-3,44%	-0,57	40%

Tab. A.51.9: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters kleiner 10%

N=14	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,79%	13,79%	8,99%	2,70**	79%***
[-60;0]	13,72%	12,86%	12,56%	4,17***	86%***
[-30;+30]	21,52%	19,49%	15,90%	3,27***	86%***
[-20;+20]	21,99%	19,88%	16,21%	4,64***	93%***
[-10;+10]	22,96%	20,67%	15,21%	3,59***	100%***
[-5;+5]	21,22%	19,24%	16,04%	4,48***	93%***
[-5;-1]	2,75%	2,71%	0,64%	1,60	64%
[0;0]	14,74%	13,75%	12,86%	4,92***	93%***
[0;+1]	14,17%	13,25%	11,42%	4,37***	93%***
[0;+5]	17,99%	16,54%	13,51%	4,52***	93%***
[+1;+5]	2,82%	2,78%	2,79%	1,83*	79%
[-60;-6]	-3,54%	-3,60%	-1,68%	-1,25	43%
[-5;+30]	22,32%	20,15%	15,23%	3,79***	93%***
[+6;+60]	-1,84%	-1,86%	-3,58%	-0,63	36%

Tab. A.51.10: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters kleiner 10%, liquide

N=19	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	10,55%	10,03%	20,06%	1,75*	63%*
[-60;0]	8,87%	8,50%	13,49%	1,50	68%*
[-30;+30]	11,16%	10,58%	13,43%	2,43**	74%**
[-20;+20]	8,18%	7,86%	4,97%	1,84*	79%**
[-10;+10]	8,05%	7,74%	6,11%	1,93	68%*
[-5;+5]	7,85%	7,56%	8,95%	2,18**	74%**
[-5;-1]	-0,11%	-0,11%	0,86%	-0,07	58%
[0;0]	6,75%	6,53%	3,60%	2,69**	68%**
[0;+1]	7,83%	7,54%	6,80%	3,26***	84%***
[0;+5]	7,97%	7,67%	8,86%	3,07***	79%***
[+1;+5]	1,15%	1,14%	0,65%	1,09	68%
[-60;-6]	2,09%	2,07%	5,65%	0,60	68%
[-5;+30]	9,74%	9,29%	10,84%	2,64**	79%**
[+6;+60]	0,40%	0,40%	-2,88%	0,21	42%

Tab. A.51.11: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters zwischen 10% und 33,33% (alle liquide)

N=7	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,42%	21,04%	13,51%	1,77	100%**
[-60;0]	15,60%	14,50%	6,18%	1,26	86%
[-30;+30]	17,12%	15,80%	10,36%	1,28	86%
[-20;+20]	13,48%	12,65%	11,15%	0,94	57%
[-10;+10]	15,32%	14,25%	7,72%	1,04	100%**
[-5;+5]	16,56%	15,32%	11,40%	1,12	100%**
[-5;-1]	8,94%	8,56%	8,28%	2,65**	86%**
[0;0]	6,95%	6,72%	-0,27%	1,94*	43%
[0;+1]	8,07%	7,76%	1,13%	0,54	71%
[0;+5]	7,00%	6,77%	2,08%	0,45	57%
[+1;+5]	0,05%	0,05%	-0,50%	0,04	43%
[-60;-6]	-0,78%	-0,78%	5,18%	-0,16	57%
[-5;+30]	18,86%	17,28%	8,92%	1,29	100%**
[+6;+60]	6,72%	6,50%	7,44%	1,69	71%

Tab. A.51.12: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters zwischen 33,33% und 50% (alle liquide)

(Fortsetzung: Tabellen A.51: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

N=19	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	21,13%	19,17%	19,76%	4,42***	84%***
[-60;0]	19,95%	18,19%	17,76%	4,72***	95%***
[-30;+30]	15,56%	14,46%	10,46%	3,40***	74%***
[-20;+20]	14,16%	13,24%	8,18%	4,05***	79%***
[-10;+10]	16,13%	14,95%	10,44%	3,75***	84%***
[-5;+5]	11,09%	10,52%	6,48%	3,33***	89%***
[-5;-1]	2,90%	2,86%	3,23%	2,01*	68%*
[0;0]	9,18%	8,78%	7,05%	2,78**	74%**
[0;+1]	8,69%	8,33%	8,06%	2,65**	68%***
[0;+5]	7,95%	7,65%	6,75%	2,41**	63%**
[+1;+5]	-1,11%	-1,12%	-1,54%	-1,71	32%
[-60;-6]	6,77%	6,55%	6,06%	3,09***	79%***
[-5;+30]	11,03%	10,46%	5,89%	2,96***	74%***
[+6;+60]	2,13%	2,11%	-1,86%	0,74	37%

Tab. A.51.13: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters zwischen 50% und 66,67%

N=17	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,75%	21,31%	20,31%	4,75***	88%***
[-60;0]	22,26%	20,10%	20,42%	4,95***	94%***
[-30;+30]	17,77%	16,36%	16,96%	3,61***	76%***
[-20;+20]	15,71%	14,59%	13,72%	4,18***	82%***
[-10;+10]	19,01%	17,40%	12,40%	4,32***	94%***
[-5;+5]	12,93%	12,16%	7,30%	3,80***	94%***
[-5;-1]	3,40%	3,34%	3,92%	2,18**	71%*
[0;0]	10,42%	9,91%	8,73%	2,89**	76%***
[0;+1]	9,44%	9,02%	8,47%	2,59**	65%**
[0;+5]	9,21%	8,81%	7,84%	2,60**	65%**
[+1;+5]	-1,09%	-1,10%	-1,54%	-1,80*	29%
[-60;-6]	7,09%	6,85%	6,06%	2,92***	76%**
[-5;+30]	13,15%	12,35%	7,25%	3,48***	76%***
[+6;+60]	2,34%	2,31%	-1,86%	0,74	35%

Tab. A.51.14: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters zwischen 50% und 66,67%, liquide

N=30	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,20%	16,72%	12,60%	2,78***	70%***
[-60;0]	11,35%	10,75%	6,23%	2,87***	73%***
[-30;+30]	11,74%	11,10%	6,60%	2,41**	63%**
[-20;+20]	14,52%	13,56%	11,43%	3,26***	90%***
[-10;+10]	13,16%	12,36%	6,32%	2,82***	80%***
[-5;+5]	16,38%	15,17%	6,94%	3,41***	77%***
[-5;-1]	2,13%	2,11%	1,59%	1,86*	70%***
[0;0]	10,15%	9,67%	1,56%	2,54**	70%**
[0;+1]	13,39%	12,57%	4,03%	3,21***	73%***
[0;+5]	13,95%	13,06%	5,51%	3,01***	70%***
[+1;+5]	3,45%	3,39%	0,75%	1,67	53%
[-60;-6]	-1,02%	-1,03%	-0,76%	-0,55	50%
[-5;+30]	13,41%	12,58%	9,73%	2,63**	73%***
[+6;+60]	2,61%	2,58%	-2,30%	0,87	43%

Tab. 51.15: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters zwischen 66,67% und 90%

N=22	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	14,72%	13,73%	10,83%	2,68**	73%**
[-60;0]	9,36%	8,95%	6,23%	2,43**	68%**
[-30;+30]	13,75%	12,88%	9,25%	3,22***	73%***
[-20;+20]	15,03%	14,00%	11,57%	4,61***	91%***
[-10;+10]	15,14%	14,10%	7,28%	3,76***	91%***
[-5;+5]	16,94%	15,65%	8,20%	3,83***	82%***
[-5;-1]	2,48%	2,45%	2,52%	1,62	68%**
[0;0]	9,18%	8,78%	2,51%	2,50**	73%**
[0;+1]	13,79%	12,92%	6,21%	3,48***	86%***
[0;+5]	14,11%	13,20%	6,50%	3,44***	82%***
[+1;+5]	4,52%	4,42%	1,47%	2,16**	59%*
[-60;-6]	-2,25%	-2,28%	-2,10%	-1,08	45%
[-5;+30]	14,64%	13,66%	12,79%	3,04***	77%***
[+6;+60]	0,36%	0,36%	-2,43%	0,15	41%

Tab. 51.16: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters zwischen 66,67% und 90%, liquide

N=14	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	27,09%	23,97%	20,68%	3,65***	86%***
[-60;0]	25,18%	22,46%	14,74%	2,83**	93%***
[-30;+30]	24,77%	22,13%	12,99%	3,40***	79%***
[-20;+20]	23,36%	20,99%	5,96%	2,13*	79%**
[-10;+10]	23,55%	21,15%	7,24%	1,96*	79%**
[-5;+5]	15,79%	14,66%	4,61%	2,15**	64%**
[-5;-1]	7,94%	7,64%	0,37%	1,16	50%
[0;0]	8,03%	7,72%	2,71%	1,75	71%
[0;+1]	8,69%	8,33%	3,06%	1,84*	71%
[0;+5]	7,27%	7,02%	1,66%	1,49	57%
[+1;+5]	-0,70%	-0,70%	-0,68%	-0,18	43%
[-60;-6]	7,36%	7,10%	8,61%	3,68***	86%***
[-5;+30]	16,18%	15,00%	7,16%	2,91**	86%***
[+6;+60]	2,24%	2,22%	0,15%	0,58	50%

Tab. A.51.17: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 90%

N=7	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,52%	15,29%	19,78%	1,88	71%
[-60;0]	14,36%	13,42%	14,77%	3,08**	86%
[-30;+30]	11,35%	10,75%	11,86%	2,46**	71%
[-20;+20]	3,83%	3,76%	1,96%	1,14	71%
[-10;+10]	2,91%	2,87%	1,80%	0,73	57%
[-5;+5]	0,33%	0,33%	-0,73%	0,13	43%
[-5;-1]	2,77%	2,73%	-0,20%	1,44	43%
[0;0]	0,41%	0,41%	3,65%	1,64	71%
[0;+1]	-1,07%	-1,08%	0,79%	-0,38	57%
[0;+5]	-2,36%	-2,39%	-0,53%	-1,15	43%
[+1;+5]	-2,76%	-2,80%	-2,04%	-1,92*	14%
[-60;-6]	10,83%	10,28%	10,11%	5,16***	100%
[-5;+30]	5,47%	5,33%	2,70%	1,92*	86%
[+6;+60]	4,78%	4,67%	5,93%	0,70	57%

Tab. A.51.18: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 90%, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.51: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

N=101	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,57%	17,03%	13,37%	6,80 ^{***}	78% ^{***}
[-60;0]	14,82%	13,82%	11,77%	6,47 ^{***}	80% ^{***}
[-30;+30]	16,07%	14,90%	12,58%	6,81 ^{***}	75% ^{***}
[-20;+20]	15,42%	14,34%	11,15%	6,41 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	15,66%	14,55%	7,72%	6,07 ^{***}	82% ^{***}
[-5;+5]	14,37%	13,43%	8,27%	6,83 ^{***}	81% ^{***}
[-5;-1]	3,21%	3,16%	1,68%	2,87 ^{***}	64% ^{***}
[0;0]	9,25%	8,85%	3,20%	5,65 ^{***}	70% ^{***}
[0;+1]	10,54%	10,02%	5,67%	6,26 ^{***}	76% ^{***}
[0;+5]	10,83%	10,28%	5,92%	5,89 ^{***}	71% ^{***}
[+1;+5]	1,43%	1,42%	0,49%	1,65	54% [*]
[-60;-6]	1,83%	1,81%	2,39%	1,58	63% ^{**}
[-5;+30]	14,35%	13,41%	8,92%	6,65 ^{***}	80% ^{***}
[+6;+60]	1,82%	1,80%	-1,86%	1,42	45%

Tab. A.51.19: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 0% (bereits Aktionär der Zielgesellschaft)

N=83	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,74%	15,48%	13,37%	6,64 ^{***}	78% ^{***}
[-60;0]	13,43%	12,60%	12,05%	6,25 ^{***}	78% ^{***}
[-30;+30]	15,74%	14,62%	12,61%	7,14 ^{***}	78% ^{***}
[-20;+20]	13,76%	12,89%	11,15%	7,18 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	14,71%	13,72%	8,33%	6,99 ^{***}	86% ^{***}
[-5;+5]	13,46%	12,63%	8,95%	7,12 ^{***}	83% ^{***}
[-5;-1]	2,76%	2,72%	2,45%	3,58 ^{***}	65% ^{***}
[0;0]	8,72%	8,36%	4,14%	5,66 ^{***}	72% ^{***}
[0;+1]	9,91%	9,45%	6,80%	6,17 ^{***}	78% ^{***}
[0;+5]	10,42%	9,91%	6,73%	6,17 ^{***}	75% ^{***}
[+1;+5]	1,56%	1,55%	0,41%	2,22 ^{**}	54%
[-60;-6]	1,53%	1,52%	2,39%	1,16	61% ^{**}
[-5;+30]	14,26%	13,33%	8,92%	6,94 ^{***}	82% ^{***}
[+6;+60]	1,34%	1,33%	-2,14%	1,07	43%

Tab. A.51.20: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters größer 0% (bereits Aktionär der Zielgesellschaft), liquide

N=3	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	5,97%	5,80%	-1,48%	0,39	33%
[-60;0]	10,35%	9,85%	6,60%	2,66 [*]	100%
[-30;+30]	2,69%	2,65%	-2,44%	0,38	33%
[-20;+20]	10,03%	9,56%	10,45%	1,51	67%
[-10;+10]	8,08%	7,77%	3,30%	1,44	100%
[-5;+5]	8,89%	8,52%	7,53%	1,53	67%
[-5;-1]	-0,09%	-0,09%	0,24%	-0,23	67%
[0;0]	12,10%	11,42%	13,06%	3,48 ^{**}	100%
[0;+1]	10,22%	9,73%	10,59%	2,29	100%
[0;+5]	8,99%	8,61%	8,42%	1,54	67%
[+1;+5]	-2,77%	-2,81%	-4,64%	-1,09	33%
[-60;-6]	-1,47%	-1,48%	0,25%	-0,72	67%
[-5;+30]	7,33%	7,07%	5,80%	1,81	100%
[+6;+60]	-1,24%	-1,25%	-3,44%	-0,14	33%

Tab. A.51.21: DKAR bei Stimmrechten des Anbieters gleich 0% (bisher kein Aktionär der Zielgesellschaft; alle liquide)

N=47	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,20%	17,56%	13,51%	5,05 ^{***}	74% ^{***}
[-60;0]	15,62%	14,51%	11,54%	4,88 ^{***}	79% ^{***}
[-30;+30]	16,46%	15,24%	10,56%	4,90 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	14,19%	13,27%	8,18%	4,54 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	15,34%	14,27%	7,50%	4,67 ^{***}	83% ^{***}
[-5;+5]	16,16%	14,98%	8,95%	5,00 ^{***}	83% ^{***}
[-5;-1]	2,06%	2,04%	1,19%	2,10 ^{***}	60% ^{**}
[0;0]	12,04%	11,37%	3,60%	4,10 ^{***}	79% ^{***}
[0;+1]	13,69%	12,83%	4,40%	4,58 ^{**}	85% ^{***}
[0;+5]	13,83%	12,95%	5,37%	4,47 ^{***}	79% ^{***}
[+1;+5]	1,58%	1,57%	0,70%	1,42	60%
[-60;-6]	1,11%	1,10%	1,47%	0,75	60%
[-5;+30]	16,14%	14,96%	8,48%	4,88 ^{***}	85% ^{***}
[+6;+60]	1,48%	1,47%	-1,71%	0,88	45%

Tab. A.51.22: DKAR bei Angeboten, bei denen der Anbieter länger als 1 Jahr Aktionär der Zielgesellschaft ist

N=39	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,95%	14,80%	13,51%	4,26 ^{***}	72% ^{***}
[-60;0]	13,43%	12,60%	11,54%	4,20 ^{***}	74% ^{***}
[-30;+30]	13,29%	12,48%	10,36%	4,32 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	10,90%	10,35%	6,15%	3,98 ^{***}	82% ^{***}
[-10;+10]	12,81%	12,05%	7,50%	4,35 ^{***}	85% ^{***}
[-5;+5]	13,71%	12,85%	8,95%	4,71 ^{***}	85% ^{***}
[-5;-1]	2,50%	2,47%	1,19%	2,15 ^{***}	59% ^{**}
[0;0]	9,90%	9,44%	3,65%	3,97 ^{***}	79% ^{***}
[0;+1]	11,17%	10,59%	4,40%	4,27 ^{**}	85% ^{***}
[0;+5]	10,94%	10,38%	5,24%	4,09 ^{***}	79% ^{***}
[+1;+5]	0,94%	0,94%	0,41%	0,86	56%
[-60;-6]	0,69%	0,69%	1,22%	0,41	56%
[-5;+30]	13,71%	12,85%	8,48%	4,54 ^{***}	87% ^{***}
[+6;+60]	1,27%	1,26%	-2,14%	0,64	41%

Tab. A.51.23: DKAR bei Angeboten, bei denen der Anbieter länger als 1 Jahr Aktionär der Zielgesellschaft ist, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.51: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen der Anbieter)

N=57	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	17,36%	16,01%	12,77%	4,59 ^{***}	79% ^{***}
[-60;0]	13,92%	13,03%	11,77%	4,49 ^{***}	82% ^{***}
[-30;+30]	14,99%	13,97%	15,36%	4,71 ^{***}	74% ^{***}
[-20;+20]	16,15%	14,97%	12,73%	4,71 ^{***}	82% ^{***}
[-10;+10]	15,52%	14,43%	7,72%	4,17 ^{***}	82% ^{***}
[-5;+5]	12,64%	11,90%	8,12%	4,79 ^{***}	79% ^{***}
[-5;-1]	3,99%	3,91%	2,41%	2,20 ^{**}	68% ^{***}
[0;0]	7,15%	6,91%	3,18%	4,44 ^{***}	65% ^{***}
[0;+1]	7,99%	7,69%	6,13%	4,76 ^{***}	70% ^{***}
[0;+5]	8,32%	7,99%	6,75%	4,08 ^{***}	65% ^{***}
[+1;+5]	1,09%	1,08%	-0,03%	0,87	49%
[-60;-6]	2,24%	2,22%	4,51%	1,36	67% ^{**}
[-5;+30]	12,51%	11,79%	8,92%	4,63 ^{***}	77% ^{***}
[+6;+60]	1,92%	1,90%	-2,48%	1,04	44%

Tab. A.51.24: DKAR bei Angeboten, bei denen der Anbieter weniger als 1 Jahr Aktionär der Zielgesellschaft ist

N=47	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,68%	15,43%	12,77%	4,92 ^{***}	81% ^{***}
[-60;0]	13,22%	12,42%	12,81%	4,75 ^{***}	83% ^{***}
[-30;+30]	16,92%	15,63%	16,03%	5,57 ^{***}	79% ^{***}
[-20;+20]	15,93%	14,78%	14,41%	6,26 ^{***}	83% ^{***}
[-10;+10]	15,88%	14,74%	11,10%	5,54 ^{***}	87% ^{***}
[-5;+5]	12,94%	12,17%	8,31%	5,43 ^{***}	81% ^{***}
[-5;-1]	2,78%	2,74%	3,13%	2,83 ^{***}	70% ^{***}
[0;0]	7,95%	7,65%	6,35%	4,41 ^{***}	68% ^{***}
[0;+1]	8,88%	8,51%	8,06%	4,71 ^{***}	74% ^{***}
[0;+5]	9,89%	9,43%	7,85%	4,78 ^{***}	70% ^{***}
[+1;+5]	1,80%	1,78%	0,38%	2,03 ^{**}	51%
[-60;-6]	2,04%	2,02%	5,18%	1,08	66% [*]
[-5;+30]	14,26%	13,33%	8,92%	5,29 ^{***}	79% ^{***}
[+6;+60]	1,24%	1,23%	-2,39%	0,78	45%

Tab. A.51.25: DKAR bei Angeboten, bei denen der Anbieter weniger als 1 Jahr Aktionär der Zielgesellschaft ist, liquide

Tabellen A.52: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter

	Schweizer Anbieter N=6				Internationaler Anbieter N=7				Deutscher Anbieter N=2			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	5,57%	5,42%**	5,42%	83%*	14,92%	13,91%	11,84%	71%	41,03%	34,38%	-	100%
[-60;0]	8,76%	8,40%**	8,40%	67%	12,49%	11,77%**	15,65%	86%	26,45%	23,47%	-	100%
[-30;+30]	11,43%	10,82%***	10,82%	100%*	19,45%	17,77%*	16,51%	71%	60,22%	47,14%	-	100%
[-20;+20]	14,92%	13,91%***	13,91%	100%*	19,96%	18,20%**	16,12%	86%**	46,17%	37,96%	-	100%
[-10;+10]	12,18%	11,49%***	11,49%	100%*	25,36%	22,60%**	18,50%	100%**	40,61%	34,08%	-	100%
[-5;+5]	10,41%	9,90%***	9,90%	100%*	27,16%	24,03%**	20,00%	86%**	24,37%	21,81%	-	100%
[-5;-1]	0,65%	0,65%	0,65%	33%	2,43%	2,40%	0,38%	71%	8,04%	7,73%	-	100%
[0;0]	6,52%	6,32%**	5,15%	83%*	20,11%	18,32%***	16,11%	100%**	14,00%	13,10%	-	50%
[0;+1]	8,69%	8,33%**	8,33%	100%*	18,70%	17,14%***	16,61%	100%**	11,47%	10,86%	-	50%
[0;+5]	9,69%	9,25%**	9,25%	100%*	24,15%	21,63%***	18,40%	86%**	15,13%	14,09%	-	100%
[+1;+5]	2,97%	2,93%***	2,93%	100%*	3,36%	3,30%	2,28%	71%	0,99%	0,99%	-	50%
[-60;-6]	1,45%	1,44%	1,44%	67%	-8,56%	-8,95%*	-5,57%	29%	2,68%	2,64%	-	50%
[-5;+30]	11,66%	11,03%**	11,03%	83%*	26,11%	23,20%**	16,08%	100%**	36,96%	31,45%	-	100%
[+6;+60]	-5,75%	-5,92%	-5,92%	33%	-1,15%	-1,16%	-3,44%	29%	10,43%	9,92%	-	100%

Tab. A.52.1: Stimmrechtsanteil kleiner 10%

	Schweizer Anbieter N=5				Internationaler Anbieter N=7				Deutscher Anbieter N=2			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	5,53%	5,38%*	6,30%	80%	14,92%	13,91%	11,84%	71%	41,03%	34,38%	-	100%
[-60;0]	10,67%	10,14%**	11,32%	80%	12,49%	11,77%**	15,65%	86%	26,45%	23,47%	-	100%
[-30;+30]	11,44%	10,83%***	12,14%	100%	19,45%	17,77%*	16,51%	71%	60,22%	47,14%	-	100%
[-20;+20]	16,18%	15,00%***	15,55%	100%	19,96%	18,20%**	16,12%	86%**	46,17%	37,96%	-	100%
[-10;+10]	13,42%	12,59%***	11,10%	100%	25,36%	22,60%**	18,50%	100%**	40,61%	34,08%	-	100%
[-5;+5]	12,21%	11,52%***	11,52%	100%	27,16%	24,03%**	20,00%	86%**	24,37%	21,81%	-	100%
[-5;-1]	1,14%	1,13%	-0,48%	40%	2,43%	2,40%	0,38%	71%	8,04%	7,73%	-	100%
[0;0]	7,91%	7,61%**	5,22%	100%	20,11%	18,32%***	16,11%	100%**	14,00%	13,10%	-	50%
[0;+1]	9,17%	8,77%**	7,25%	100%	18,70%	17,14%***	16,61%	100%**	11,47%	10,86%	-	50%
[0;+5]	10,95%	10,39%**	8,97%	100%	24,15%	21,63%***	18,40%	86%**	15,13%	14,09%	-	100%
[+1;+5]	2,82%	2,78%***	3,20%	100%	3,36%	3,30%	2,28%	71%	0,99%	0,99%	-	50%
[-60;-6]	1,41%	1,40%	2,20%	60%	-8,56%	-8,95%*	-5,57%	29%	2,68%	2,64%	-	50%
[-5;+30]	12,04%	11,37%**	7,82%	80%	26,11%	23,20%**	16,08%	100%**	36,96%	31,45%	-	100%
[+6;+60]	-7,25%	-7,53%*	-6,97%	20%	-1,15%	-1,16%	-3,44%	29%	10,43%	9,92%	-	100%

Tab. A.52.2: Stimmrechtsanteil kleiner 10%, liquide

	Schweizer Anbieter N=11				Internationaler Anbieter N=4				Deutscher Anbieter N=4			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	2,97%	2,93%	-2,11%	45%	31,40%	27,31%**	27,46%	100%	3,29%	3,24%	25,76%	75%
[-60;0]	2,61%	2,58%	9,34%	55%	28,18%	24,83%***	23,18%	100%	-3,66%	-3,73%	23,03%	75%
[-30;+30]	2,56%	2,53%	2,49%	64%	27,94%	24,64%**	19,79%	100%	12,96%	12,19%	28,52%	75%
[-20;+20]	-0,28%	-0,28%	3,37%	73%	21,58%	19,54%**	17,99%	100%	15,92%	14,77%	28,03%	75%
[-10;+10]	0,93%	0,93%	0,99%	55%	21,93%	19,83%**	21,09%	100%	10,10%	9,62%	28,27%	75%
[-5;+5]	2,89%	2,85%	4,42%	73%	18,05%	16,59%*	18,89%	75%	5,50%	5,35%	18,47%	75%
[-5;-1]	-1,00%	-1,01%	-0,31%	45%	0,67%	0,67%	2,09%	75%	0,87%	0,87%	5,91%	75%
[0;0]	2,79%	2,75%	0,78%	64%	13,86%	12,98%	15,96%	75%	11,06%	10,49%	9,31%	75%
[0;+1]	3,96%	3,88%**	3,51%	82%	14,91%	13,90%*	15,19%	100%	5,01%	4,89%	5,67%	75%
[0;+5]	3,94%	3,86%**	3,23%	73%	17,26%	15,92%**	16,19%	100%	4,58%	4,48%	8,86%	75%
[+1;+5]	1,12%	1,11%	0,41%	73%	2,98%	2,94%	2,53%	75%	0,68%	0,68%	0,74%	50%
[-60;-6]	0,85%	0,85%	1,41%	55%	11,83%	11,18%	6,15%	100%	-8,05%	-8,39%	9,29%	75%
[-5;+30]	4,38%	4,29%	7,10%	82%	18,27%	16,78%	16,77%	75%	11,17%	10,59%	15,80%	75%
[+6;+60]	-0,76%	-0,76%	-4,07%	36%	-0,46%	-0,46%	1,12%	50%	6,48%	6,28%	5,06%	50%

Tab. A.52.3: Stimmrechtsanteil zwischen 10% und 33,33% (alle liquide)

(Fortsetzung: Tabellen A.52: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Schweizer Anbieter N=3				Internationaler Anbieter N=3				Deutscher Anbieter N=1			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	37,11%	31,56%*	32,75%	100%	12,34%	11,64%***	10,80%	100%	19,39%	17,72%	-	-
[-60;0]	30,23%	26,41%	19,53%	100%	9,65%	9,21%	3,86%	100%	-5,26%	-5,40%	-	-
[-30;+30]	32,63%	28,24%	32,91%	100%	10,88%	10,33%	10,36%	100%	-4,96%	-5,09%	-	-
[-20;+20]	26,55%	23,55%	16,25%	67%	7,53%	7,26%	11,15%	67%	-3,84%	-3,92%	-	-
[-10;+10]	26,60%	23,59%	20,69%	100%	8,26%	7,94%	7,72%	100%	5,31%	5,17%	-	-
[-5;+5]	23,23%	20,89%	14,54%	100%	8,94%	8,56%	8,27%	100%	20,79%	18,89%	-	-
[-5;-1]	7,91%	7,61%	8,28%	67%	6,06%	5,88%	4,06%	100%	21,41%	19,40%	-	-
[0;0]	13,04%	12,26%	-0,27%	33%	3,47%	3,41%	-0,38%	33%	0,04%	0,04%	-	-
[0;+1]	15,74%	14,62%	5,55%	67%	4,11%	4,03%	1,13%	100%	-1,65%	-1,66%	-	-
[0;+5]	14,20%	13,28%	3,34%	67%	2,72%	2,68%	2,08%	67%	-0,51%	-0,51%	-	-
[+1;+5]	1,03%	1,02%	0,49%	67%	-0,72%	-0,72%	-0,50%	33%	-0,55%	-0,55%	-	-
[-60;-6]	6,76%	6,54%	6,59%	100%	-0,07%	-0,07%	-0,49%	33%	-22,00%	-24,85%	-	-
[-5;+30]	29,20%	25,62%	26,96%	100%	8,08%	7,77%	8,48%	100%	23,11%	20,79%	-	-
[+6;+60]	4,21%	4,12%	2,81%	67%	3,20%	3,15%	7,44%	67%	26,71%	23,67%	-	-

Tab. A.52.4: Stimmrechtsanteil zwischen 33,33% und 50% (alle liquide)

	Schweizer Anbieter N=9				Internationaler Anbieter N=9				Deutscher Anbieter N=1			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	12,82%	12,06%**	12,06%	78% [†]	32,14%	27,87%***	29,92%	89%**	4,99%	4,87%	-	-
[-60;0]	13,17%	12,37% [†]	12,37%	89%**	28,89%	25,38%***	23,52%	100%***	6,00%	5,83%	-	-
[-30;+30]	5,25%	5,12%	5,12%	67%	29,58%	25,91%***	30,42%	89%**	-4,43%	-4,53%	-	-
[-20;+20]	5,12%	4,99%	4,99%	67%	25,96%	23,08%***	28,24%	100%***	-1,00%	-1,01%	-	-
[-10;+10]	5,42%	5,28%	5,28%	78%	28,97%	25,44%***	26,85%	89%**	7,85%	7,56%	-	-
[-5;+5]	6,04%	5,86%	5,86%	89%**	16,80%	15,53%**	13,32%	89%**	7,57%	7,30%	-	-
[-5;-1]	4,47%	4,37%**	4,37%	89% [†]	1,90%	1,88%	2,45%	56%	-1,89%	-1,91%	-	-
[0;0]	2,23%	2,21%	0,99%	67%	16,80%	15,53%**	13,42%	56%**	7,30%	7,05%	-	-
[0;+1]	2,75%	2,71%	2,71%	56%	14,71%	13,72%**	12,50%	78%**	10,96%	10,40%	-	-
[0;+5]	1,50%	1,49%	1,49%	44%	14,63%	13,65%**	11,04%	78%**	9,65%	9,21%	-	-
[+1;+5]	-0,72%	-0,72%	-0,72%	44%	-1,86%	-1,88% [†]	-1,63%	11% [†]	2,18%	2,16%	-	-
[-60;-6]	5,95%	5,78%	5,78%	67%	8,30%	7,97%**	6,70%	89%**	0,69%	0,69%	-	-
[-5;+30]	3,60%	3,54%	3,54%	67%	20,56%	18,70%***	21,10%	89%**	-1,42%	-1,43%	-	-
[+6;+60]	0,42%	0,42%	0,42%	44%	4,47%	4,37%	-1,86%	33%	-3,07%	-3,12%	-	-

Tab. A.52.5: Stimmrechtsanteil zwischen 50% und 66,67%

	Schweizer Anbieter N=7				Internationaler Anbieter N=9				Deutscher Anbieter N=1			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	16,46%	15,24%**	12,74%	86% [†]	32,14%	27,87%***	29,92%	89%**	4,99%	4,87%	-	-
[-60;0]	16,58%	15,34% [†]	11,16%	86% [†]	28,89%	25,38%***	23,52%	100%***	6,00%	5,83%	-	-
[-30;+30]	7,32%	7,06%	2,11%	71%	29,58%	25,91%***	30,42%	89%**	-4,43%	-4,53%	-	-
[-20;+20]	6,09%	5,91%	3,50%	71%	25,96%	23,08%***	28,24%	100%***	-1,00%	-1,01%	-	-
[-10;+10]	8,84%	8,47% [†]	6,37%	100%**	28,97%	25,44%***	26,85%	89%**	7,85%	7,56%	-	-
[-5;+5]	8,89%	8,52%**	5,10%	100%**	16,80%	15,53%**	13,32%	89%**	7,57%	7,30%	-	-
[-5;-1]	6,16%	5,98%***	5,65%	100%**	1,90%	1,88%	2,45%	56%	-1,89%	-1,91%	-	-
[0;0]	3,14%	3,09%	0,99%	71%	16,80%	15,53%**	13,42%	56%**	7,30%	7,05%	-	-
[0;+1]	2,82%	2,78%	-0,30%	43%	14,71%	13,72%**	12,50%	78%**	10,96%	10,40%	-	-
[0;+5]	2,57%	2,54%	-0,32%	43%	14,63%	13,65%**	11,04%	78%**	9,65%	9,21%	-	-
[+1;+5]	-0,55%	-0,55%	-1,54%	43%	-1,86%	-1,88% [†]	-1,63%	11% [†]	2,18%	2,16%	-	-
[-60;-6]	6,48%	6,28%	5,73%	57%	8,30%	7,97%**	6,70%	89%**	0,69%	0,69%	-	-
[-5;+30]	6,35%	6,16%	1,55%	71%	20,56%	18,70%***	21,10%	89%**	-1,42%	-1,43%	-	-
[+6;+60]	0,44%	0,44%	-1,71%	43%	4,47%	4,37%	-1,86%	33%	-3,07%	-3,12%	-	-

Tab. A.52.6: Stimmrechtsanteil zwischen 50% und 66,67%, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.52: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Schweizer Anbieter N=20				Internationaler Anbieter N=7				Deutscher Anbieter N=3			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	8,81%	8,44%	6,12%	60%	59,82%	46,89%***	36,78%	100%**	1,51%	1,50%	10,63%	67%
[-60;0]	8,03%	7,72%*	5,20%	70%*	25,14%	22,43%*	16,12%	86%*	3,73%	3,66%*	6,21%	67%
[-30;+30]	5,83%	5,67%	1,79%	55%	31,34%	27,26%**	24,47%	86%**	10,04%	9,57%***	12,61%	67%
[-20;+20]	10,29%	9,79%**	7,03%	90%***	28,60%	25,15%*	19,14%	86%**	12,40%	11,69%***	15,13%	100%
[-10;+10]	8,82%	8,45%*	5,18%	75%**	28,15%	24,80%*	18,41%	86%*	9,82%	9,37%***	7,75%	100%
[-5;+5]	12,22%	11,53%**	6,55%	80%***	34,39%	29,56%**	30,16%	71%	6,01%	5,84%**	4,56%	67%
[-5;-1]	2,86%	2,82%*	1,24%	70%**	0,27%	0,27%	2,65%	71%	1,69%	1,68%***	2,40%	67%
[0;0]	7,69%	7,41%*	1,23%	70%*	20,61%	18,74%	11,43%	71%	3,67%	3,60%	3,20%	67%
[0;+1]	10,26%	9,77%**	3,50%	70%**	27,38%	24,20%*	19,97%	86%*	4,20%	4,11%*	4,09%	67%
[0;+5]	9,11%	8,72%*	5,13%	65%**	34,04%	29,30%**	27,20%	86%**	4,24%	4,15%**	5,04%	67%
[+1;+5]	1,32%	1,31%	0,01%	50%	11,13%	10,55%*	11,47%	71%	0,55%	0,55%**	-0,03%	33%
[-60;-6]	-2,47%	-2,50%	-3,47%	45%	3,48%	3,42%	4,38%	71%	-1,61%	-1,62%**	-3,28%	33%
[-5;+30]	8,58%	8,23%	4,25%	70%	31,14%	27,11%*	17,74%	86%	7,97%	7,67%**	13,61%	67%
[+6;+60]	-0,59%	-0,59%	-2,60%	30%	14,92%	13,91%	8,37%	86%	-2,68%	-2,72%**	-4,14%	33%

Tab. A.52.7: Stimmrechtsanteil zwischen 66,67% und 90%

	Schweizer Anbieter N=14				Internationaler Anbieter N=5				Deutscher Anbieter N=3			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	11,55%	10,93%	6,12%	64%	33,51%	28,90%***	27,43%	100%	1,51%	1,50%	10,63%	67%
[-60;0]	9,32%	8,91%	5,73%	64%	13,00%	12,22%*	11,77%	80%	3,73%	3,66%*	6,21%	67%
[-30;+30]	12,30%	11,60%*	4,01%	71%*	20,27%	18,46%*	24,47%	80%	10,04%	9,57%***	12,61%	67%
[-20;+20]	15,65%	14,54%***	8,47%	93%***	14,88%	13,87%*	14,09%	80%	12,40%	11,69%***	15,13%	100%
[-10;+10]	16,67%	15,42%**	5,78%	93%***	14,16%	13,24%	18,08%	80%	9,82%	9,37%***	7,75%	100%
[-5;+5]	19,78%	18,05%***	8,20%	93%***	15,96%	14,81%	14,68%	60%	6,01%	5,84%**	4,56%	67%
[-5;-1]	3,37%	3,31%	1,38%	64%*	0,47%	0,47%	2,96%	80%	1,69%	1,68%***	2,40%	67%
[0;0]	11,83%	11,18%**	2,67%	79%**	5,30%	5,16%	1,55%	60%	3,67%	3,60%	3,20%	67%
[0;+1]	16,14%	14,96%**	6,21%	93%***	13,31%	12,50%*	12,02%	80%	4,20%	4,11%*	4,09%	67%
[0;+5]	15,87%	14,73%**	5,51%	86%***	15,42%	14,34%*	9,98%	80%	4,24%	4,15%**	5,04%	67%
[+1;+5]	3,61%	3,55%	2,07%	64%	9,60%	9,17%	11,47%	60%	0,55%	0,55%**	-0,03%	33%
[-60;-6]	-5,43%	-5,58%*	-4,76%	36%*	6,80%	6,58%*	5,05%	80%	-1,61%	-1,62%**	-3,28%	33%
[-5;+30]	14,89%	13,88%**	6,31%	79%*	18,09%	16,63%	17,74%	80%	7,97%	7,67%**	13,61%	67%
[+6;+60]	-1,53%	-1,54%	-3,10%	29%	7,80%	7,51%	8,37%	80%	-2,68%	-2,72%**	-4,14%	33%

Tab. A.52.8: Stimmrechtsanteil zwischen 66,67% und 90%, liquide

	Schweizer Anbieter N=8				Internationaler Anbieter N=3				Deutscher Anbieter N=3			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	24,57%	21,97%**	23,01%	75%*	56,33%	44,68%**	47,67%	100%	8,99%	8,61%***	7,87%	100%
[-60;0]	31,04%	27,03%**	18,06%	88%**	29,87%	26,14%*	17,76%	100%	6,78%	6,56%	9,31%	100%
[-30;+30]	24,18%	21,66%**	16,67%	75%*	47,26%	38,70%*	47,34%	100%	7,04%	6,80%	7,50%	67%
[-20;+20]	26,81%	23,75%	4,92%	88%	33,34%	28,77%	35,15%	67%	6,01%	5,84%	5,76%	67%
[-10;+10]	26,87%	23,80%	4,65%	63%	35,97%	30,73%	32,04%	100%	4,62%	4,52%	5,72%	100%
[-5;+5]	14,25%	13,32%	1,67%	50%	32,31%	28,00%	30,00%	100%	5,01%	4,89%	5,15%	67%
[-5;-1]	14,60%	13,63%	1,59%	50%	0,43%	0,43%	0,93%	67%	-1,13%	-1,14%	-2,31%	33%
[0;0]	6,14%	5,96%	4,23%	75%	21,60%	19,56%	8,58%	67%	0,57%	0,57%	0,72%	67%
[0;+1]	4,78%	4,67%	2,56%	63%	30,26%	26,44%	21,79%	100%	-0,01%	-0,01%	0,54%	67%
[0;+5]	-0,31%	-0,31%	-3,12%	38%	31,75%	27,57%	29,06%	100%	6,22%	6,03%	7,94%	67%
[+1;+5]	-6,08%	-6,27%	-1,48%	25%	8,34%	8,01%	1,15%	67%	5,60%	5,45%	6,18%	67%
[-60;-6]	7,73%	7,45%**	7,65%	88%*	6,35%	6,16%	10,11%	67%	7,38%	7,12%*	9,26%	100%
[-5;+30]	14,53%	13,57%*	9,42%	88%*	35,78%	30,59%	37,20%	100%	3,29%	3,24%	1,60%	67%
[+6;+60]	1,21%	1,20%	-2,68%	50%	11,10%	10,53%	10,71%	100%	-3,34%	-3,40%	-4,60%	0%

Tab. A.52.9: Stimmrechtsanteil größer 90%

(Fortsetzung: Tabellen A.52: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Schweizer Anbieter N=6				Internationaler Anbieter N=1				Deutscher Anbieter N=0			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	15,30%	14,24%	14,03%	67%	24,10%	21,59%	-	-	-	-	-	-
[-60;0]	13,53%	12,69%**	13,16%	83%	19,43%	17,76%	-	-	-	-	-	-
[-30;+30]	11,02%	10,45%*	11,21%	67%	13,41%	12,58%	-	-	-	-	-	-
[-20;+20]	4,60%	4,50%	2,82%	83%	-0,70%	-0,70%	-	-	-	-	-	-
[-10;+10]	2,20%	2,18%	0,48%	50%	7,25%	7,00%	-	-	-	-	-	-
[-5;+5]	0,26%	0,26%	-0,95%	33%	0,77%	0,77%	-	-	-	-	-	-
[-5;-1]	3,39%	3,33%	1,59%	50%	-0,93%	-0,93%	-	-	-	-	-	-
[0;0]	-0,96%	-0,96%	1,94%	67%	8,96%	8,58%	-	-	-	-	-	-
[0;+1]	-2,54%	-2,57%	-1,47%	50%	8,18%	7,86%	-	-	-	-	-	-
[0;+5]	-3,03%	-3,08%	-3,12%	33%	1,71%	1,70%	-	-	-	-	-	-
[+1;+5]	-2,10%	-2,12%	-1,48%	17%	-6,65%	-6,88%	-	-	-	-	-	-
[-60;-6]	10,86%	10,31%**	11,46%	100%*	10,64%	10,11%	-	-	-	-	-	-
[-5;+30]	5,94%	5,77%	3,24%	83%	2,74%	2,70%	-	-	-	-	-	-
[+6;+60]	3,73%	3,66%	-0,22%	50%	11,30%	10,71%	-	-	-	-	-	-

Tab. A.52.10: Stimmrechtsanteil größer 90%, liquide

	Schweizer Anbieter N=37				Internationaler Anbieter N=17				Deutscher Anbieter N=9			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	13,03%	12,25%***	10,80%	68%***	49,59%	40,27%***	36,78%	94%***	7,34%	7,08%*	7,87%	89%
[-60;0]	13,92%	13,03%***	6,25%	78%***	29,08%	25,53%***	20,51%	94%***	7,65%	7,37%**	9,31%	89%*
[-30;+30]	9,42%	9,00%**	2,11%	62%**	34,49%	29,63%***	30,44%	88%***	9,42%	9,00%**	12,61%	67%**
[-20;+20]	12,34%	11,64%**	5,53%	84%***	29,52%	25,87%***	28,20%	88%***	9,52%	9,09%**	8,18%	78%**
[-10;+10]	11,63%	11,00%**	5,14%	73%***	31,72%	27,55%***	26,85%	88%***	8,77%	8,41%***	7,56%	100%***
[-5;+5]	11,12%	10,54%**	5,29%	76%***	27,61%	24,38%***	23,22%	82%***	6,40%	6,20%**	5,15%	78%*
[-5;-1]	5,69%	5,53%**	2,21%	70%***	1,81%	1,79%	2,45%	71%	-1,16%	-1,17%	-1,91%	33%
[0;0]	6,00%	5,83%**	1,18%	70%**	19,20%	17,56%***	9,64%	71%***	5,79%	5,63%*	3,20%	78%
[0;+1]	7,20%	6,95%***	2,39%	65%***	22,38%	20,20%***	14,38%	82%***	5,90%	5,73%*	4,09%	78%
[0;+5]	5,14%	5,01%*	1,50%	54%	25,35%	22,59%***	19,18%	82%***	7,65%	7,37%**	9,21%	78%**
[+1;+5]	-0,82%	-0,82%	-0,77%	43%	5,16%	5,03%*	-0,28%	47%	1,76%	1,74%	-0,03%	44%
[-60;-6]	1,67%	1,66%	1,47%	59%	6,37%	6,18%***	6,06%	76%**	2,95%	2,91%	2,34%	78%
[-5;+30]	8,59%	8,24%**	4,17%	73%***	28,65%	25,19%***	27,70%	88%***	6,06%	5,88%*	4,58%	67%
[+6;+60]	0,04%	0,04%	-2,48%	38%	10,20%	9,71%**	1,82%	65%*	-2,01%	-2,03%	-4,14%	22%

Tab. A.52.11: Stimmrechtsanteil größer 50%

	Schweizer Anbieter N=27				Internationaler Anbieter N=13				Deutscher Anbieter N=6			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	13,63%	12,78%***	8,27%	70%***	34,81%	29,87%***	29,92%	92%***	6,52%	6,32%	7,75%	83%
[-60;0]	12,10%	11,42%***	8,55%	74%***	23,79%	21,34%***	20,51%	92%***	8,08%	7,77%	9,13%	83%
[-30;+30]	10,71%	10,17%***	5,58%	70%**	26,11%	23,20%***	30,42%	85%***	10,64%	10,11%*	15,14%	67%
[-20;+20]	10,59%	10,07%***	5,53%	85%***	20,85%	18,94%***	22,90%	85%***	11,30%	10,71%**	11,65%	83%*
[-10;+10]	11,27%	10,68%***	5,75%	85%***	23,63%	21,21%***	21,85%	85%***	10,92%	10,36%***	10,07%	100%*
[-5;+5]	12,32%	11,62%***	6,18%	81%***	16,47%	15,25%***	14,68%	77%**	7,09%	6,85%*	5,93%	83%
[-5;-1]	4,09%	4,01%***	3,23%	70%***	2,22%	2,20%	2,96%	69%	-1,18%	-1,19%	-1,19%	33%
[0;0]	6,60%	6,39%**	1,82%	74%	11,64%	11,01%**	9,47%	69%**	8,49%	8,15%*	10,23%	83%
[0;+1]	8,23%	7,91%**	3,94%	70%***	13,53%	12,69%**	11,88%	77%**	8,98%	8,60%*	11,45%	83%
[0;+5]	7,91%	7,61%**	2,98%	63%*	13,94%	13,05%**	9,36%	77%**	8,37%	8,04%*	10,12%	83%
[+1;+5]	1,24%	1,23%	-0,45%	48%	2,06%	2,04%	-1,30%	31%	-0,11%	-0,11%	-0,09%	33%
[-60;-6]	1,03%	1,02%	1,22%	56%	8,47%	8,13%***	7,26%	85%***	0,81%	0,81%	1,51%	67%
[-5;+30]	10,61%	10,08%***	4,33%	78%***	19,59%	17,89%***	21,10%	85%**	7,47%	7,20%	9,10%	67%
[+6;+60]	0,13%	0,13%	-2,72%	37%	6,71%	6,49%*	1,82%	54%	-1,33%	-1,34%	-3,63%	33%

Tab. A.52.12: Stimmrechtsanteil größer 50%, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.52: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen und Nationalitäten der Anbieter)

	Schweizer Anbieter N=20				Internationaler Anbieter N=14				Deutscher Anbieter N=7			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	8,30%	7,97%*	6,94%	65%**	18,83%	17,25%***	13,44%	86%***	21,37%	19,37%	25,76%	86%
[-60;0]	8,22%	7,90%**	10,33%	65%**	16,14%	14,96%***	18,26%	93%***	11,35%	10,75%	23,03%	71%
[-30;+30]	9,28%	8,87%**	7,99%	80%***	19,89%	18,14%***	17,29%	86%***	26,36%	23,40%*	28,52%	71%
[-20;+20]	7,84%	7,55%**	8,76%	80%***	17,63%	16,24%***	13,41%	86%***	23,22%	20,88%*	28,03%	71%
[-10;+10]	7,79%	7,50%**	6,34%	75%***	20,53%	18,67%***	15,43%	100%***	20,56%	18,70%	28,27%	86%
[-5;+5]	7,97%	7,67%**	7,81%	85%***	20,43%	18,59%***	17,77%	86%***	16,77%	15,50%*	18,89%	86%
[-5;-1]	0,78%	0,78%	-0,40%	45%	2,69%	2,65%	3,47%	79%	6,08%	5,90%	5,91%	86%
[0;0]	5,38%	5,24%**	3,05%	65%**	14,57%	13,60%***	12,86%	79%***	10,23%	9,74%	3,18%	71%
[0;+1]	7,06%	6,82%***	6,11%	85%***	14,34%	13,40%***	12,01%	100%***	9,76%	9,31%	5,67%	57%
[0;+5]	7,13%	6,89%***	5,81%	80%***	17,28%	15,94%***	16,19%	86%***	10,09%	9,61%	8,86%	71%
[+1;+5]	1,65%	1,64%**	0,99%	80%**	2,37%	2,34%	2,13%	64%	-0,13%	-0,13%	-0,55%	43%
[-60;-6]	1,90%	1,88%	2,23%	65%	-1,29%	-1,30%	-0,12%	50%	-4,77%	-4,89%	9,00%	57%
[-5;+30]	9,98%	9,51%**	7,58%	85%***	19,79%	18,06%***	15,23%	93%***	23,18%	20,85%*	18,44%	86%*
[+6;+60]	-1,56%	-1,57%	-3,46%	40%	-0,04%	-0,04%	-3,15%	43%	9,14%	8,75%*	5,06%	71%

Tab. A.52.13: Stimmrechtsanteil kleiner 50%

	Schweizer Anbieter N=19				Internationaler Anbieter N=14				Deutscher Anbieter N=7			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	8,44%	8,10%*	7,58%	63%*	18,83%	17,25%***	13,44%	86%***	21,37%	19,37%	25,76%	86%
[-60;0]	8,69%	8,33%**	11,32%	68%**	16,14%	14,96%***	18,26%	93%***	11,35%	10,75%	23,03%	71%
[-30;+30]	9,18%	8,78%**	6,83%	79%***	19,89%	18,14%***	17,29%	86%***	26,36%	23,40%*	28,52%	71%
[-20;+20]	7,80%	7,51%*	9,05%	79%**	17,63%	16,24%***	13,41%	86%***	23,22%	20,88%*	28,03%	71%
[-10;+10]	7,87%	7,58%**	6,58%	74%**	20,53%	18,67%***	15,43%	100%***	20,56%	18,70%	28,27%	86%
[-5;+5]	8,31%	7,98%**	8,31%	84%***	20,43%	18,59%***	17,77%	86%***	16,77%	15,50%*	18,89%	86%
[-5;-1]	0,91%	0,91%	-0,31%	47%	2,69%	2,65%	3,47%	79%	6,08%	5,90%	5,91%	86%
[0;0]	5,69%	5,53%**	3,60%	68%**	14,57%	13,60%***	12,86%	79%***	10,23%	9,74%	3,18%	71%
[0;+1]	7,10%	6,86%***	6,09%	84%***	14,34%	13,40%***	12,01%	100%***	9,76%	9,31%	5,67%	57%
[0;+5]	7,32%	7,06%***	5,92%	79%***	17,28%	15,94%***	16,19%	86%***	10,09%	9,61%	8,86%	71%
[+1;+5]	1,55%	1,54%*	0,85%	79%**	2,37%	2,34%	2,13%	64%	-0,13%	-0,13%	-0,55%	43%
[-60;-6]	1,91%	1,89%	2,25%	63%	-1,29%	-1,30%	-0,12%	50%	-4,77%	-4,89%	9,00%	57%
[-5;+30]	9,99%	9,52%**	7,34%	84%***	19,79%	18,06%***	15,23%	93%***	23,18%	20,85%*	18,44%	86%*
[+6;+60]	-1,75%	-1,77%	-3,73%	37%	-0,04%	-0,04%	-3,15%	43%	9,14%	8,75%*	5,06%	71%

Tab. A.52.13: Stimmrechtsanteil kleiner 50%, liquide

Tabellen A.53: DKAR bei strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften

N=66	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	25,61%	22,80%	21,70%	7,34***	86%***
[-60;0]	20,45%	18,61%	17,76%	8,69***	86%***
[-30;+30]	21,22%	19,24%	17,32%	7,02***	82%***
[-20;+20]	18,44%	16,92%	14,51%	6,77***	85%***
[-10;+10]	19,20%	17,56%	14,47%	6,60***	88%***
[-5;+5]	17,03%	15,73%	12,03%	6,39***	79%***
[-5;-1]	2,97%	2,93%	2,55%	4,23***	71%***
[0;0]	12,12%	11,44%	8,11%	5,19***	73%***
[0;+1]	13,03%	12,25%	8,17%	5,50***	76%***
[0;+5]	13,66%	12,80%	8,64%	5,38***	73%***
[+1;+5]	1,37%	1,36%	-0,21%	1,37	47%
[-60;-6]	4,33%	4,24%	5,56%	3,45***	70%***
[-5;+30]	17,67%	16,27%	14,92%	6,17***	86%***
[+6;+60]	2,87%	2,83%	0,14%	1,68*	50%

Tab. A.53.1: DKAR bei strategischen Investoren

N=56	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,71%	21,28%	20,95%	5,86***	86%***
[-60;0]	20,49%	18,64%	19,40%	5,22***	88%***
[-30;+30]	21,29%	19,30%	17,86%	6,25***	84%***
[-20;+20]	17,95%	16,51%	14,51%	5,81***	86%***
[-10;+10]	18,65%	17,10%	14,47%	5,80***	88%***
[-5;+5]	15,57%	14,47%	12,03%	5,30***	79%***
[-5;-1]	3,55%	3,49%	3,34%	3,10***	73%***
[0;0]	11,02%	10,45%	8,35%	3,92***	77%***
[0;+1]	11,57%	10,95%	8,17%	4,61***	77%***
[0;+5]	11,61%	10,98%	8,13%	4,57***	71%***
[+1;+5]	0,53%	0,53%	-0,71%	0,47	41%
[-60;-6]	4,81%	4,70%	6,32%	2,50**	70%***
[-5;+30]	17,13%	15,81%	14,92%	5,43***	88%***
[+6;+60]	2,14%	2,12%	-1,41%	1,50	46%

Tab. A.53.2: DKAR bei strategischen Investoren, liquide

N=13	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	13,77%	12,90%	10,80%	2,66**	77%***
[-60;0]	6,98%	6,75%	5,73%	2,30**	77%**
[-30;+30]	11,05%	10,48%	6,83%	2,41**	69%**
[-20;+20]	10,77%	10,23%	5,67%	3,09***	85%***
[-10;+10]	13,37%	12,55%	7,72%	3,18***	85%***
[-5;+5]	16,52%	15,29%	10,18%	3,47***	92%***
[-5;-1]	2,05%	2,03%	1,58%	1,05	54%
[0;0]	8,69%	8,33%	4,80%	2,55**	69%**
[0;+1]	12,59%	11,86%	7,52%	3,23***	85%***
[0;+5]	14,18%	13,26%	6,73%	2,79**	69%**
[+1;+5]	5,05%	4,93%	1,10%	1,65	69%**
[-60;-6]	-3,54%	-3,60%	0,06%	-1,22	54%
[-5;+30]	16,11%	14,94%	10,84%	3,04***	85%***
[+6;+60]	1,23%	1,22%	-2,88%	0,39	38%

Tab. A.53.3: DKAR bei Finanzinvestoren

N=11	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,28%	15,08%	10,80%	2,83**	82%***
[-60;0]	7,93%	7,63%	5,99%	2,23**	73%*
[-30;+30]	13,52%	12,68%	12,14%	2,62**	73%**
[-20;+20]	12,49%	11,77%	9,37%	3,18***	91%***
[-10;+10]	17,23%	15,90%	9,10%	4,22***	100%***
[-5;+5]	20,55%	18,69%	18,89%	4,38***	100%***
[-5;-1]	2,65%	2,62%	1,58%	1,19	55%
[0;0]	10,52%	10,00%	6,35%	2,75**	73%**
[0;+1]	14,53%	13,57%	12,24%	3,27***	82%**
[0;+5]	17,43%	16,07%	13,27%	3,14***	73%**
[+1;+5]	6,26%	6,07%	1,10%	1,80*	73%**
[-60;-6]	-4,87%	-4,99%	-0,62%	-1,52	45%
[-5;+30]	20,54%	18,68%	16,08%	3,92***	91%***
[+6;+60]	1,39%	1,38%	-2,88%	0,38	36%

Tab. A.53.4: DKAR bei Finanzinvestoren, liquide

N=25	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	2,89%	2,85%	5,33%	0,63	52%
[-60;0]	4,52%	4,42%	5,48%	0,75	68%
[-30;+30]	4,60%	4,50%	1,89%	1,13	56%
[-20;+20]	9,92%	9,46%	3,93%	1,60	76%**
[-10;+10]	7,73%	7,45%	5,03%	1,19	68%**
[-5;+5]	6,42%	6,22%	5,18%	1,65	80%***
[-5;-1]	4,28%	4,19%	0,57%	1,05	52%
[0;0]	2,64%	2,61%	1,33%	2,04*	68%**
[0;+1]	3,23%	3,18%	1,98%	2,36**	76%***
[0;+5]	2,05%	2,03%	2,53%	1,71*	68%
[+1;+5]	-0,63%	-0,63%	1,49%	-0,37	64%
[-60;-6]	-2,40%	-2,43%	-0,05%	-0,92	52%
[-5;+30]	4,67%	4,56%	2,75%	1,58	64%***
[+6;+60]	-0,95%	-0,95%	-3,60%	-0,44	32%

Tab. A.53.5: DKAR bei Investmentgesellschaften

N=19	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	-2,87%	-2,91%	-3,13%	-0,66	47%
[-60;0]	-2,71%	-2,75%	5,20%	-0,61	58%
[-30;+30]	0,05%	0,05%	1,75%	0,02	58%
[-20;+20]	2,38%	2,35%	3,37%	0,73	68%
[-10;+10]	1,59%	1,58%	5,21%	0,59	74%**
[-5;+5]	3,09%	3,04%	5,21%	1,18	84%**
[-5;-1]	0,06%	0,06%	-0,31%	0,03	47%
[0;0]	1,76%	1,74%	1,33%	1,96*	63%*
[0;+1]	2,72%	2,68%	3,06%	2,32**	84%***
[0;+5]	3,02%	2,98%	3,23%	2,30**	84%***
[+1;+5]	1,25%	1,24%	2,16%	1,81*	79%*
[-60;-6]	-4,45%	-4,55%	-0,49%	-1,49	47%
[-5;+30]	1,94%	1,92%	3,90%	0,80	63%
[+6;+60]	-1,40%	-1,41%	-3,48%	-0,65	37%

Tab. A.53.6: DKAR bei Investmentgesellschaften, liquide

Tabellen A.54: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften

	Strategischer Investor N=9				Finanzinvestor N=3				Investmentgesellschaft N=3			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	19,15%	17,52%**	7,58%	78%*	8,89%	8,52%**	10,40%	100%	5,27%	5,14%	5,78%	67%
[-60;0]	15,97%	14,82%***	17,24%	78%**	6,97%	6,74%	13,80%	67%	9,10%	8,71%**	9,04%	100%
[-30;+30]	24,94%	22,27%**	15,36%	78%**	17,36%	16,01%***	16,03%	100%	12,41%	11,70%	15,77%	100%
[-20;+20]	25,40%	22,63%***	16,84%	89%**	12,58%	11,85%*	15,55%	100%	17,19%	15,86%***	16,30%	100%
[-10;+10]	27,86%	24,58%**	15,99%	100%***	20,39%	18,56%***	19,98%	100%	6,32%	6,13%	6,58%	100%
[-5;+5]	22,05%	19,93%**	13,44%	89%**	28,90%	25,39%**	20,10%	100%	5,34%	5,20%**	5,21%	100%
[-5;-1]	4,77%	4,66%*	0,89%	78%	-1,90%	-1,92%	-0,64%	33%	-0,02%	-0,02%	-0,48%	33%
[0;0]	15,60%	14,50%***	13,06%	89%**	20,61%	18,74%**	17,18%	100%	1,91%	1,89%	2,49%	67%
[0;+1]	15,77%	14,64%***	10,59%	100%***	21,40%	19,39%**	20,26%	100%	0,56%	0,56%	2,17%	67%
[0;+5]	16,50%	15,27%***	10,63%	89%*	31,40%	27,31%*	20,74%	100%	5,36%	5,22%***	5,69%	100%
[+1;+5]	0,77%	0,77%	1,98%	67%	8,96%	8,58%	3,73%	100%	3,39%	3,33%***	3,20%	100%
[-60;-6]	-4,25%	-4,34%	-3,71%	44%	-9,58%	-10,07%	-2,74%	0%	7,08%	6,84%*	9,00%	100%
[-5;+30]	25,56%	22,76%**	14,39%	100%***	29,03%	25,49%**	23,24%	100%	3,45%	3,39%	3,90%	67%
[+6;+60]	1,94%	1,92%	2,16%	56%	-6,57%	-6,80%***	-6,97%	0%	-6,67%	-6,90%	-3,73%	33%

Tab. A.54.1: Stimmrechtsanteil kleiner 10%

	Strategischer Investor N=8				Finanzinvestor N=3				Investmentgesellschaft N=3			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	20,94%	19,01%**	15,16%	75%	8,89%	8,52%**	10,40%	100%	5,27%	5,14%	5,78%	67%
[-60;0]	18,19%	16,71%***	18,56%	88%**	6,97%	6,74%	13,80%	67%	9,10%	8,71%**	9,04%	100%
[-30;+30]	26,76%	23,71%**	15,94%	75%*	17,36%	16,01%***	16,03%	100%	12,41%	11,70%	15,77%	100%
[-20;+20]	27,63%	24,40%***	18,43%	88%**	12,58%	11,85%*	15,55%	100%	17,19%	15,86%***	16,30%	100%
[-10;+10]	30,88%	26,91%**	17,25%	100%**	20,39%	18,56%***	19,98%	100%	6,32%	6,13%	6,58%	100%
[-5;+5]	24,86%	22,20%***	16,04%	88%**	28,90%	25,39%**	20,10%	100%	5,34%	5,20%**	5,21%	100%
[-5;-1]	5,61%	5,46%**	3,74%	88%*	-1,90%	-1,92%	-0,64%	33%	-0,02%	-0,02%	-0,48%	33%
[0;0]	17,74%	16,33%***	14,59%	100%**	20,61%	18,74%**	17,18%	100%	1,91%	1,89%	2,49%	67%
[0;+1]	17,01%	15,71%***	13,60%	100%**	21,40%	19,39%**	20,26%	100%	0,56%	0,56%	2,17%	67%
[0;+5]	18,22%	16,74%***	14,51%	88%**	31,40%	27,31%*	20,74%	100%	5,36%	5,22%***	5,69%	100%
[+1;+5]	0,41%	0,41%	1,41%	63%	8,96%	8,58%	3,73%	100%	3,39%	3,33%***	3,20%	100%
[-60;-6]	-4,95%	-5,08%	-4,64%	38%	-9,58%	-10,07%	-2,74%	0%	7,08%	6,84%*	9,00%	100%
[-5;+30]	27,69%	24,44%**	16,95%	100%**	29,03%	25,49%**	23,24%	100%	3,45%	3,39%	3,90%	67%
[+6;+60]	1,91%	1,89%	0,48%	50%	-6,57%	-6,80%***	-6,97%	0%	-6,67%	-6,90%	-3,73%	33%

Tab. A.54.2: Stimmrechtsanteil kleiner 10%, liquide

	Strategischer Investor N=10				Finanzinvestor N=2				Investmentgesellschaft N=7			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	31,53%	27,41%***	24,92%	100%***	3,79%	3,72%	-	50%	-12,18%	-12,99%	-6,97%	14%
[-60;0]	27,21%	24,07%***	21,57%	100%***	11,15%	10,57%**	-	100%	-13,36%	-14,34%	-9,58%	14%
[-30;+30]	25,76%	22,92%***	19,79%	90%***	4,39%	4,30%	-	100%	-5,11%	-5,25%	-0,32%	43%
[-20;+20]	20,21%	18,41%***	17,99%	100%***	7,43%	7,17%*	-	100%	-6,78%	-7,02%	-0,98%	43%
[-10;+10]	19,29%	17,64%***	21,09%	80%**	7,90%	7,60%**	-	100%	-6,16%	-6,36%	-0,43%	43%
[-5;+5]	16,51%	15,28%***	17,69%	80%**	9,69%	9,25%**	-	100%	-3,87%	-3,95%	1,38%	57%
[-5;-1]	3,58%	3,52%*	3,56%	80%	-0,76%	-0,76%	-	50%	-4,98%	-5,11%	-2,10%	29%
[0;0]	10,11%	9,63%**	8,10%	70%	9,95%	9,49%*	-	100%	1,27%	1,26%	0,63%	57%
[0;+1]	11,67%	11,04%**	9,29%	90%**	11,14%	10,56%*	-	100%	1,70%	1,69%	0,72%	71%
[0;+5]	12,48%	11,76%***	15,43%	80%**	10,52%	10,00%*	-	100%	1,17%	1,16%	1,18%	71%
[+1;+5]	2,16%	2,14%	1,17%	60%	0,51%	0,51%*	-	100%	-0,11%	-0,11%	0,41%	71%
[-60;-6]	11,54%	10,92%***	8,99%	100%***	1,85%	1,83%**	-	100%	-9,96%	-10,49%	-6,94%	14%
[-5;+30]	17,74%	16,33%***	16,77%	90%***	9,38%	8,97%**	-	100%	-0,68%	-0,68%	0,13%	57%
[+6;+60]	1,22%	1,21%	1,97%	50%	-7,10%	-7,36%	-	0%	1,47%	1,46%	-4,07%	43%

Tab. A.54.3: Stimmrechtsanteil zwischen 10% und 33,33% (alle liquide)

(Fortsetzung: Tabellen A.54: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Strategischer Investor N=4				Finanzinvestor N=2				Investmentgesellschaft N=1			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	30,11%	26,32%**	22,68%	100%	15,33%	14,26%*	-	100%	14,47%	13,51%	-	-
[-60;0]	28,39%	24,99%*	20,12%	100%	-0,77%	-0,77%	-	50%	3,12%	3,07%	-	-
[-30;+30]	24,89%	22,23%	18,60%	100%	5,83%	5,67%	-	50%	10,92%	10,36%	-	-
[-20;+20]	18,85%	17,27%	7,34%	50%	3,69%	3,62%	-	50%	12,98%	12,20%	-	-
[-10;+10]	21,30%	19,31%	13,59%	100%	6,66%	6,45%**	-	100%	10,10%	9,62%	-	-
[-5;+5]	20,35%	18,52%	12,97%	100%	14,55%	13,58%	-	100%	6,20%	6,02%	-	-
[-5;-1]	6,96%	6,73%	6,17%	75%	15,63%	14,52%*	-	100%	4,02%	3,94%	-	-
[0;0]	12,82%	12,06%	5,60%	50%	-0,41%	-0,41%	-	50%	-0,38%	-0,38%	-	-
[0;+1]	14,58%	13,61%	8,07%	75%	-0,27%	-0,27%	-	50%	0,37%	0,37%	-	-
[0;+5]	12,51%	11,79%	5,34%	75%	-0,94%	-0,94%	-	0%	2,10%	2,08%	-	-
[+1;+5]	-0,27%	-0,27%	-0,27%	50%	-0,53%	-0,53%***	-	0%	2,49%	2,46%	-	-
[-60;-6]	6,40%	6,20%***	6,03%	100%	-13,83%	-14,88%	-	0%	-0,49%	-0,49%	-	-
[-5;+30]	23,00%	20,70%	16,44%	100%	16,01%	14,85%	-	100%	8,85%	8,48%	-	-
[+6;+60]	1,61%	1,60%	-0,19%	50%	16,84%	15,56%	-	100%	8,31%	7,98%	-	-

Tab. A.54.4: Stimmrechtsanteil zwischen 33,33% und 50% (alle liquide)

	Strategischer Investor N=15				Finanzinvestor N=3				Investmentgesellschaft N=1			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	25,83%	22,98%***	24,22%	87%***	5,01%	4,89%	11,60%	67%	4,99%	4,87%	-	-
[-60;0]	24,60%	21,99%***	20,70%	93%***	3,36%	3,30%	3,11%	100%	6,00%	5,83%	-	-
[-30;+30]	21,28%	19,29%***	17,67%	87%***	-3,26%	-3,31%	-4,22%	33%	-4,43%	-4,53%	-	-
[-20;+20]	17,79%	16,37%***	14,41%	87%***	2,37%	2,34%	3,50%	67%	-1,00%	-1,01%	-	-
[-10;+10]	20,60%	18,73%***	14,09%	93%***	-1,49%	-1,50%	-0,58%	33%	7,85%	7,56%	-	-
[-5;+5]	14,11%	13,20%***	10,67%	93%***	-1,81%	-1,83%	1,36%	67%	7,57%	7,30%	-	-
[-5;-1]	3,77%	3,70%**	3,94%	73%*	0,25%	0,25%	1,87%	67%	-1,89%	-1,91%	-	-
[0;0]	11,58%	10,96%**	9,47%	80%*	-1,54%	-1,55%	-2,87%	33%	7,30%	7,05%	-	-
[0;+1]	10,25%	9,76%**	8,47%	67%**	0,50%	0,50%	1,20%	67%	10,96%	10,40%	-	-
[0;+5]	9,97%	9,50%**	7,84%	67%**	-2,06%	-2,08%	-1,87%	33%	9,65%	9,21%	-	-
[+1;+5]	-1,45%	-1,46%**	-1,63%	20%*	-0,53%	-0,53%	1,10%	67%	2,18%	2,16%	-	-
[-60;-6]	7,61%	7,33%**	6,70%	73%**	4,71%	4,60%	5,73%	100%	0,69%	0,69%	-	-
[-5;+30]	15,26%	14,20%***	7,80%	87%***	-4,19%	-4,28%	-1,56%	33%	-1,42%	-1,43%	-	-
[+6;+60]	2,48%	2,45%	-1,86%	33%	2,14%	2,12%	5,07%	67%	-3,07%	-3,12%	-	-

Tab. A.54.5: Stimmrechtsanteil zwischen 50% und 66,67%

	Strategischer Investor N=15				Finanzinvestor N=1				Investmentgesellschaft N=1			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	25,83%	22,98%***	24,22%	87%***	13,59%	12,74%	-	-	4,99%	4,87%	-	-
[-60;0]	24,60%	21,99%***	20,70%	93%***	6,17%	5,99%	-	-	6,00%	5,83%	-	-
[-30;+30]	21,28%	19,29%***	17,67%	87%***	-6,44%	-6,66%	-	-	-4,43%	-4,53%	-	-
[-20;+20]	17,79%	16,37%***	14,41%	87%***	3,56%	3,50%	-	-	-1,00%	-1,01%	-	-
[-10;+10]	20,60%	18,73%***	14,09%	93%***	7,55%	7,28%	-	-	7,85%	7,56%	-	-
[-5;+5]	14,11%	13,20%***	10,67%	93%***	1,37%	1,36%	-	-	7,57%	7,30%	-	-
[-5;-1]	3,77%	3,70%**	3,94%	73%*	3,28%	3,23%	-	-	-1,89%	-1,91%	-	-
[0;0]	11,58%	10,96%**	9,47%	80%*	-2,93%	-2,97%	-	-	7,30%	7,05%	-	-
[0;+1]	10,25%	9,76%**	8,47%	67%**	-3,35%	-3,41%	-	-	10,96%	10,40%	-	-
[0;+5]	9,97%	9,50%**	7,84%	67%**	-1,85%	-1,87%	-	-	9,65%	9,21%	-	-
[+1;+5]	-1,45%	-1,46%**	-1,63%	20%*	1,11%	1,10%	-	-	2,18%	2,16%	-	-
[-60;-6]	7,61%	7,33%**	6,70%	73%**	5,90%	5,73%	-	-	0,69%	0,69%	-	-
[-5;+30]	15,26%	14,20%***	7,80%	87%***	13,59%	12,74%	-	-	-1,42%	-1,43%	-	-
[+6;+60]	2,48%	2,45%	-1,86%	33%	6,17%	5,99%	-	-	-3,07%	-3,12%	-	-

Tab. A.54.6: Stimmrechtsanteil zwischen 50% und 66,67%, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.54: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Strategischer Investor N=17				Finanzinvestor N=2				Investmentgesellschaft N=11			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	23,68%	21,25%**	14,31%	76%**	59,11%	46,44%*	-	100%	5,18%	5,05%	6,60%	55%
[-60;0]	15,21%	14,16%**	10,25%	71%**	17,59%	16,20%	-	50%	4,76%	4,65%	5,71%	82%
[-30;+30]	15,51%	14,42%*	15,48%	71%**	48,32%	39,42%**	-	100%	1,05%	1,04%	-0,67%	45%
[-20;+20]	17,29%	15,95%**	14,09%	88%***	39,71%	33,44%***	-	100%	7,12%	6,88%**	3,33%	91%**
[-10;+10]	17,10%	15,79%**	9,65%	88%**	46,49%	38,18%**	-	100%	3,45%	3,39%	5,03%	64%
[-5;+5]	20,74%	18,85%**	14,68%	71%**	47,93%	39,16%**	-	100%	6,20%	6,02%**	4,92%	82%**
[-5;-1]	0,94%	0,94%	2,40%	71%**	2,10%	2,08%	-	50%	4,60%	4,50%	1,38%	73%*
[0;0]	15,34%	14,27%**	8,12%	71%**	18,51%	16,98%	-	50%	1,26%	1,25%**	0,84%	73%**
[0;+1]	18,03%	16,58%**	12,02%	71%**	41,65%	34,82%***	-	100%	2,36%	2,33%**	2,27%	73%**
[0;+5]	19,61%	17,91%**	9,98%	76%**	44,89%	37,08%***	-	100%	1,53%	1,52%	2,05%	55%
[+1;+5]	3,70%	3,63%	0,39%	53%	22,37%	20,19%	-	100%	0,31%	0,31%	0,36%	45%
[-60;-6]	-1,05%	-1,06%	-2,56%	41%	-2,73%	-2,77%	-	50%	-1,06%	-1,07%	1,62%	64%
[-5;+30]	16,30%	15,10%*	14,98%	76%*	49,81%	40,42%*	-	100%	4,27%	4,18%	2,89%	64%
[+6;+60]	3,52%	3,46%	0,53%	53%	10,57%	10,05%	-	50%	0,09%	0,09%	-2,98%	27%

Tab. A.54.7: Stimmrechtsanteil zwischen 66,67% und 90%

	Strategischer Investor N=13				Finanzinvestor N=2				Investmentgesellschaft N=7			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	17,29%	15,95%**	14,17%	77%*	59,11%	46,44%*	-	100%	0,26%	0,26%	5,83%	57%
[-60;0]	12,34%	11,64%**	10,25%	69%**	17,59%	16,20%	-	50%	1,90%	1,88%	6,21%	71%
[-30;+30]	17,33%	15,98%***	15,48%	77%***	48,32%	39,42%**	-	100%	-0,45%	-0,45%	1,54%	57%
[-20;+20]	17,18%	15,85%***	14,09%	92%***	39,71%	33,44%***	-	100%	5,13%	5,00%*	4,49%	86%
[-10;+10]	16,17%	14,99%**	8,33%	92%***	46,49%	38,18%**	-	100%	5,73%	5,57%**	5,75%	86%**
[-5;+5]	17,48%	16,11%**	14,68%	69%**	47,93%	39,16%**	-	100%	8,42%	8,08%**	6,18%	100%**
[-5;-1]	1,14%	1,13%	2,67%	69%**	2,10%	2,08%	-	50%	5,12%	4,99%	1,03%	71%
[0;0]	12,01%	11,34%*	8,12%	77%**	18,51%	16,98%	-	50%	1,71%	1,70%*	1,82%	71%
[0;+1]	15,56%	14,46%**	12,02%	77%**	41,65%	34,82%***	-	100%	3,88%	3,81%***	3,94%	100%**
[0;+5]	16,15%	14,97%**	9,98%	77%**	44,89%	37,08%***	-	100%	3,14%	3,09%**	5,03%	86%
[+1;+5]	3,70%	3,63%	-0,03%	46%	22,37%	20,19%	-	100%	1,40%	1,39%	1,84%	71%
[-60;-6]	-0,84%	-0,84%	-2,56%	38%	-2,73%	-2,77%	-	50%	-4,70%	-4,81%	0,39%	57%
[-5;+30]	16,24%	15,05%**	14,98%	77%**	49,81%	40,42%*	-	100%	3,48%	3,42%	4,17%	71%
[+6;+60]	0,68%	0,68%	-2,72%	46%	10,57%	10,05%	-	50%	-2,97%	-3,01%	-3,48%	29%

Tab. A.54.8: Stimmrechtsanteil zwischen 66,67% und 90%, liquide

	Strategischer Investor N=11				Finanzinvestor N=1				Investmentgesellschaft N=2			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	26,88%	23,81%***	21,59%	91%***	-1,30%	-1,31%	-	-	45,48%	37,49%	-	100%
[-60;0]	18,18%	16,70%***	14,77%	91%***	5,90%	5,73%	-	-	86,73%	62,45%	-	100%
[-30;+30]	21,81%	19,73%***	12,58%	82%***	-0,66%	-0,66%	-	-	59,55%	46,72%	-	100%
[-20;+20]	13,89%	13,01%**	5,76%	73%*	1,98%	1,96%	-	-	110,39%	74,38%	-	100%
[-10;+10]	13,04%	12,26%*	7,00%	73%	7,79%	7,50%	-	-	115,76%	76,90%	-	100%
[-5;+5]	10,86%	10,31%*	0,77%	55%	4,14%	4,06%	-	-	55,04%	43,85%	-	100%
[-5;-1]	1,63%	1,62%	0,93%	55%	-0,29%	-0,29%	-	-	56,35%	44,69%	-	50%
[0;0]	6,85%	6,63%	0,72%	64%	4,92%	4,80%	-	-	16,36%	15,15%	-	100%
[0;+1]	7,89%	7,59%	0,79%	64%	4,41%	4,32%	-	-	15,52%	14,43%	-	100%
[0;+5]	9,08%	8,69%	1,61%	55%	4,46%	4,36%	-	-	-0,84%	-0,84%	-	50%
[+1;+5]	2,08%	2,06%	-0,92%	45%	-0,45%	-0,45%	-	-	-14,77%	-15,98%	-	50%
[-60;-6]	8,82%	8,45%***	9,26%	91%***	1,23%	1,22%	-	-	2,65%	2,62%	-	50%
[-5;+30]	14,91%	13,90%**	10,33%	82%**	2,11%	2,09%	-	-	31,71%	27,54%	-	100%
[+6;+60]	5,18%	5,05%	1,01%	64%	-6,38%	-6,59%	-	-	-8,59%	-8,98%	-	0%

Tab. A.54.9: Stimmrechtsanteil größer 90%

(Fortsetzung: Tabellen A.54: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Strategischer Investor N=6				Finanzinvestor N=1				Investmentgesellschaft N=0			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	19,78%	18,05%*	20,68%	83%	-1,30%	-1,31%	-	-	-	-	-	-
[-60;0]	15,84%	14,70%**	16,27%	83%*	5,90%	5,73%	-	-	-	-	-	-
[-30;+30]	13,48%	12,65%**	12,22%	83%*	-0,66%	-0,66%	-	-	-	-	-	-
[-20;+20]	4,14%	4,06%	1,86%	67%	1,98%	1,96%	-	-	-	-	-	-
[-10;+10]	2,11%	2,09%	0,48%	50%	7,79%	7,50%	-	-	-	-	-	-
[-5;+5]	-0,29%	-0,29%	-0,95%	33%	4,14%	4,06%	-	-	-	-	-	-
[-5;-1]	3,28%	3,23%	1,59%	50%	-0,29%	-0,29%	-	-	-	-	-	-
[0;0]	-0,33%	-0,33%	1,94%	67%	4,92%	4,80%	-	-	-	-	-	-
[0;+1]	-1,96%	-1,98%	-1,47%	50%	4,41%	4,32%	-	-	-	-	-	-
[0;+5]	-3,46%	-3,52%	-3,12%	33%	4,46%	4,36%	-	-	-	-	-	-
[+1;+5]	-3,14%	-3,19%	-3,99%	17%	-0,45%	-0,45%	-	-	-	-	-	-
[-60;-6]	12,52%	11,80%***	12,54%	100%*	1,23%	1,22%	-	-	-	-	-	-
[-5;+30]	6,05%	5,87%	3,34%	83%	2,11%	2,09%	-	-	-	-	-	-
[+6;+60]	6,77%	6,55%	6,02%	67%	-6,38%	-6,59%	-	-	-	-	-	-

Tab. A.54.10: Stimmrechtsanteil größer 90%, liquide

	Strategischer Investor N=43				Finanzinvestor N=6				Investmentgesellschaft N=14			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	25,24%	22,51%***	20,31%	84%***	19,38%	17,71%	12,17%	67%	9,50%	9,08%	6,60%	64%
[-60;0]	19,17%	17,54%***	14,92%	84%***	8,33%	8,00%	4,42%	83%	13,72%	12,86%	6,02%	86%*
[-30;+30]	19,09%	17,47%***	15,53%	79%***	12,04%	11,37%	0,14%	50%	7,25%	7,00%	0,10%	50%
[-20;+20]	16,59%	15,35%***	13,72%	84%***	13,47%	12,64%	4,59%	83%	16,73%	15,47%	3,33%	86%***
[-10;+10]	17,25%	15,91%***	10,44%	86%***	14,15%	13,23%	7,39%	67%	14,32%	13,38%	5,47%	71%*
[-5;+5]	15,84%	14,70%***	10,65%	74%***	13,68%	12,82%	5,27%	83%	11,42%	10,81%*	5,22%	86%***
[-5;-1]	2,10%	2,08%**	2,40%	67%***	0,77%	0,77%	0,79%	50%	9,77%	9,32%	0,82%	64%
[0;0]	11,81%	11,16%***	6,18%	72%***	5,82%	5,66%	0,35%	50%	3,72%	3,65%*	1,67%	79%**
[0;+1]	12,64%	11,90%***	8,06%	67%***	13,41%	12,58%	4,02%	83%	4,75%	4,64%**	2,73%	79%***
[0;+5]	13,45%	12,62%***	7,84%	67%***	12,81%	12,05%	4,48%	67%	1,50%	1,49%	2,05%	57%
[+1;+5]	1,46%	1,45%	-0,77%	40%	6,60%	6,39%	2,26%	67%	-2,14%	-2,16%	0,36%	50%
[-60;-6]	4,39%	4,30%***	5,05%	65%**	1,59%	1,58%	1,34%	83%	-0,11%	-0,11%	1,77%	64%
[-5;+30]	15,58%	14,48%***	13,67%	81%***	12,39%	11,68%	3,99%	67%	6,91%	6,68%	1,60%	64%
[+6;+60]	3,57%	3,51%	-0,26%	49%	3,37%	3,31%	1,46%	50%	-1,61%	-1,62%	-3,30%	21%

Tab. A.54.11: Stimmrechtsanteil größer 50%

	Strategischer Investor N=34				Finanzinvestor N=4				Investmentgesellschaft N=8			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	21,43%	19,42%***	19,77%	82%***	29,80%	26,08%	22,91%	75%	0,84%	0,84%	5,35%	63%
[-60;0]	18,22%	16,74%***	16,34%	82%***	11,66%	11,03%	5,86%	75%	2,41%	2,38%	6,02%	75%
[-30;+30]	18,35%	16,85%***	16,22%	82%***	19,58%	17,88%	16,78%	50%	-0,96%	-0,96%	-1,50%	50%
[-20;+20]	15,03%	14,00%***	13,08%	85%***	19,82%	18,08%	17,58%	100%	4,34%	4,25%*	3,02%	75%
[-10;+10]	15,45%	14,37%***	9,39%	85%***	25,60%	22,79%*	20,23%	100%	5,99%	5,82%***	6,28%	88%**
[-5;+5]	12,67%	11,93%***	6,02%	74%***	23,28%	20,93%	18,91%	100%	8,31%	7,98%**	6,57%	100%**
[-5;-1]	2,68%	2,64%**	3,04%	68%***	1,79%	1,77%	1,47%	50%	4,21%	4,12%	0,78%	63%
[0;0]	9,54%	9,11%***	7,15%	76%***	9,32%	8,91%	2,16%	50%	2,40%	2,37%**	2,51%	75%
[0;+1]	9,94%	9,48%***	7,96%	68%***	19,29%	17,64%	19,26%	75%	4,75%	4,64%**	3,95%	100%**
[0;+5]	9,74%	9,29%***	7,05%	65%***	21,12%	19,16%	19,74%	75%	3,93%	3,85%**	5,03%	88%*
[+1;+5]	0,18%	0,18%	-1,21%	29%	10,80%	10,26%	2,94%	75%	1,49%	1,48%*	2,00%	75%
[-60;-6]	5,12%	4,99%***	6,38%	65%***	0,35%	0,35%	1,34%	75%	-4,04%	-4,12%	0,54%	63%
[-5;+30]	13,95%	13,06%***	10,74%	82%***	22,56%	20,34%	16,19%	75%	2,85%	2,81%	2,89%	63%
[+6;+60]	2,53%	2,50%	-1,79%	44%	4,91%	4,79%	1,75%	50%	-2,97%	-3,02%	-3,30%	25%

Tab. A.54.12: Stimmrechtsanteil größer 50%, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.54: DKAR bei unterschiedlichen Stimmrechtsanteilen von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Strategischer Investor N=23				Finanzinvestor N=7				Investmentgesellschaft N=11			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	26,30%	23,35%***	22,74%	91%***	9,19%	8,79%***	10,40%	86%**	-5,48%	-5,64%	-3,68%	36%
[-60;0]	22,89%	20,61%***	19,89%	91%***	5,85%	5,69%	9,34%	71%	-6,27%	-6,47%	-0,75%	45%
[-30;+30]	25,29%	22,55%***	18,22%	87%***	10,20%	9,71%**	12,14%	86%*	0,79%	0,79%	2,49%	64%
[-20;+20]	21,97%	19,86%***	16,25%	87%***	8,50%	8,16%**	9,37%	86%**	0,97%	0,97%	3,37%	64%
[-10;+10]	22,94%	20,65%***	16,43%	91%***	12,72%	11,97%***	9,10%	100%**	-1,49%	-1,50%	0,99%	64%
[-5;+5]	19,33%	17,67%***	16,00%	87%***	19,02%	17,41%***	18,89%	100%**	-0,55%	-0,55%	4,42%	73%
[-5;-1]	4,62%	4,52%***	3,81%	78%***	3,16%	3,11%	1,58%	57%	-2,86%	-2,90%	-0,48%	36%
[0;0]	12,70%	11,96%***	11,47%	74%***	11,20%	10,62%**	12,63%	86%*	1,29%	1,28%	0,63%	55%
[0;+1]	13,77%	12,90%***	10,59%	91%***	11,91%	11,25%**	12,24%	86%*	1,27%	1,26%	0,72%	73%
[0;+5]	14,04%	13,14%***	10,63%	83%***	15,37%	14,30%**	13,27%	71%	2,38%	2,35%	2,08%	82%
[+1;+5]	1,19%	1,18%	0,85%	61%	3,74%	3,67%	0,65%	71%	1,07%	1,06%	2,46%	82%
[-60;-6]	4,22%	4,13%*	5,65%	78%**	-7,73%	-8,05%	-2,74%	29%	-4,74%	-4,86%	-2,27%	36%
[-5;+30]	21,66%	19,61%***	16,29%	96%***	19,40%	17,73%***	16,08%	100%**	1,27%	1,26%	3,90%	64%
[+6;+60]	1,56%	1,55%	2,16%	52%	-0,57%	-0,57%	-5,90%	29%	-0,23%	-0,23%	-3,73%	45%

Tab. A.54.13: Stimmrechtsanteil kleiner 50%

	Strategischer Investor N=22				Finanzinvestor N=7				Investmentgesellschaft N=11			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	27,33%	24,16%***	23,40%	91%***	9,19%	8,79%***	10,40%	86%**	-5,48%	-5,64%	-3,68%	36%
[-60;0]	24,06%	21,56%***	20,00%	95%***	5,85%	5,69%	9,34%	71%	-6,27%	-6,47%	-0,75%	45%
[-30;+30]	25,96%	23,08%***	18,71%	86%***	10,20%	9,71%**	12,14%	86%*	0,79%	0,79%	2,49%	64%
[-20;+20]	22,61%	20,38%***	16,54%	86%***	8,50%	8,16%**	9,37%	86%**	0,97%	0,97%	3,37%	64%
[-10;+10]	23,76%	21,32%***	17,47%	91%***	12,72%	11,97%***	9,10%	100%**	-1,49%	-1,50%	0,99%	64%
[-5;+5]	20,19%	18,39%***	16,46%	86%***	19,02%	17,41%***	18,89%	100%**	-0,55%	-0,55%	4,42%	73%
[-5;-1]	4,93%	4,81%***	3,93%	82%***	3,16%	3,11%	1,58%	57%	-2,86%	-2,90%	-0,48%	36%
[0;0]	13,33%	12,51%***	12,03%	77%***	11,20%	10,62%**	12,63%	86%*	1,29%	1,28%	0,63%	55%
[0;+1]	14,12%	13,21%***	10,59%	91%***	11,91%	11,25%**	12,24%	86%*	1,27%	1,26%	0,72%	73%
[0;+5]	14,55%	13,58%***	12,72%	82%***	15,37%	14,30%**	13,27%	71%	2,38%	2,35%	2,08%	82%
[+1;+5]	1,08%	1,07%	0,79%	59%	3,74%	3,67%	0,65%	71%	1,07%	1,06%	2,46%	82%
[-60;-6]	4,33%	4,24%*	6,12%	77%**	-7,73%	-8,05%	-2,74%	29%	-4,74%	-4,86%	-2,27%	36%
[-5;+30]	22,24%	20,08%***	16,77%	95%***	19,40%	17,73%***	16,08%	100%**	1,27%	1,26%	3,90%	64%
[+6;+60]	1,54%	1,53%	0,85%	50%	-0,57%	-0,57%	-5,90%	29%	-0,23%	-0,23%	-3,73%	45%

Tab. A.54.14: Stimmrechtsanteil kleiner 50%, liquide

Tabellen A.55: DKAR bei unterschiedlichen Nationalitäten von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften

	Schweizer Anbieter N=29				Internationaler Anbieter N=27				Deutscher Anbieter N=10			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	15,85%	14,71%***	16,06%	83%***	38,87%	32,84%***	34,41%	89%***	18,46%	16,94%**	10,63%	90%**
[-60;0]	15,45%	14,37%***	12,81%	76%***	26,29%	23,34%***	20,51%	96%***	16,38%	15,17%**	14,92%	90%***
[-30;+30]	12,42%	11,71%***	10,56%	79%***	29,36%	25,74%***	22,00%	85%***	24,51%	21,92%**	18,31%	80%**
[-20;+20]	10,57%	10,05%***	8,46%	83%***	25,99%	23,10%***	21,36%	85%***	21,01%	19,07%***	18,08%	90%***
[-10;+10]	9,93%	9,47%**	5,82%	79%***	28,48%	25,06%***	21,85%	93%***	22,03%	19,91%***	14,09%	100%***
[-5;+5]	10,30%	9,80%***	6,93%	76%***	25,08%	22,38%***	20,87%	81%***	14,25%	13,32%**	13,32%	80%**
[-5;-1]	3,77%	3,70%***	2,67%	69%***	2,21%	2,19%*	2,45%	74%**	2,64%	2,61%	2,40%	70%
[0;0]	6,68%	6,47%**	1,13%	66%**	18,19%	16,71%***	12,60%	78%***	12,31%	11,61%**	14,43%	80%**
[0;+1]	7,08%	6,84%**	4,14%	62%**	19,97%	18,21%***	14,38%	89%***	10,27%	9,78%**	12,50%	80%**
[0;+5]	6,29%	6,10%*	3,34%	59%*	22,37%	20,19%***	16,34%	85%***	11,30%	10,71%**	12,96%	80%**
[+1;+5]	-0,37%	-0,37%	-0,63%	48%	3,54%	3,48%*	1,15%	52%	1,22%	1,21%	-0,15%	30%
[-60;-6]	4,30%	4,21%**	7,30%	66%*	4,54%	4,44%**	5,05%	74%**	3,11%	3,06%	2,34%	70%
[-5;+30]	10,90%	10,35%***	7,80%	86%***	25,37%	22,61%***	17,74%	89%***	15,85%	14,71%**	15,80%	80%**
[+6;+60]	0,70%	0,70%	1,01%	52%	6,20%	6,02%**	0,55%	56%	0,56%	0,56%	-4,14%	30%

Tab. A.55.1: strategische Investoren

	Schweizer Anbieter N=25				Internationaler Anbieter N=23				Deutscher Anbieter N=8			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	18,51%	16,98%***	16,06%	84%***	29,27%	25,67%***	27,43%	87%***	21,70%	19,64%*	25,65%	100%*
[-60;0]	17,30%	15,96%***	13,49%	80%***	22,86%	20,59%***	20,51%	96%***	19,75%	18,02%**	17,76%	100%***
[-30;+30]	15,47%	14,38%***	10,56%	84%***	23,90%	21,43%***	20,38%	83%***	31,23%	27,18%**	18,78%	100%**
[-20;+20]	12,60%	11,87%***	8,24%	84%***	20,56%	18,70%***	20,03%	83%***	27,05%	23,94%***	22,00%	114%**
[-10;+10]	11,56%	10,94%***	5,14%	80%***	23,42%	21,04%***	18,50%	91%***	27,72%	24,47%**	19,31%	114%**
[-5;+5]	11,93%	11,27%***	6,93%	76%***	18,38%	16,87%***	16,91%	78%***	17,07%	15,76%**	18,06%	100%**
[-5;-1]	4,51%	4,41%***	3,92%	72%***	2,52%	2,49%*	2,96%	74%*	3,51%	3,45%	3,13%	86%
[0;0]	7,18%	6,93%**	2,05%	72%**	13,72%	12,86%***	11,47%	78%***	15,62%	14,51%**	15,62%	100%***
[0;+1]	7,44%	7,18%**	4,14%	64%**	14,59%	13,62%***	11,88%	87%***	13,69%	12,83%**	16,35%	100%**
[0;+5]	7,10%	6,86%*	1,61%	56%	15,47%	14,38%***	9,98%	83%***	13,11%	12,32%**	15,55%	100%**
[+1;+5]	-0,07%	-0,07%	-0,77%	44%	1,54%	1,53%	-0,64%	43%	0,10%	0,10%	-0,15%	29%
[-60;-6]	4,74%	4,63%***	7,35%	64%*	5,38%	5,24%**	5,18%	78%**	2,39%	2,36%	2,34%	71%
[-5;+30]	13,47%	12,64%***	7,80%	88%***	19,76%	18,03%***	17,25%	87%***	19,42%	17,75%*	16,01%	100%**
[+6;+60]	1,09%	1,08%	-1,71%	48%	3,62%	3,56%	-0,38%	48%	1,54%	1,53%	-4,14%	43%

Tab. A.55.2: strategische Investoren, liquide

	Schweizer Anbieter N=9				Internationaler Anbieter N=2				Deutscher Anbieter N=2			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	14,79%	13,79%*	10,40%	67%*	7,32%	7,06%	-	100%	15,93%	14,78%**	-	100%
[-60;0]	9,66%	9,22%***	5,99%	89%**	-2,65%	-2,69%	-	50%	5,26%	5,13%	-	50%
[-30;+30]	10,40%	9,89%	1,77%	67%	17,62%	16,23%***	-	100%	7,66%	7,38%	-	50%
[-20;+20]	12,47%	11,75%***	5,67%	89%**	7,80%	7,51%	-	100%	6,29%	6,10%	-	50%
[-10;+10]	13,58%	12,73%**	7,50%	78%*	15,60%	14,50%	-	100%	10,30%	9,80%	-	100%
[-5;+5]	13,69%	12,83%**	8,31%	89%**	24,83%	22,18%	-	100%	21,47%	19,45%***	-	100%
[-5;-1]	0,27%	0,27%	-0,29%	44%	0,45%	0,45%	-	50%	12,20%	11,51%	-	100%
[0;0]	8,10%	7,79%*	4,80%	67%	13,60%	12,75%	-	50%	6,56%	6,35%	-	100%
[0;+1]	13,86%	12,98%***	7,52%	89%**	14,33%	13,39%	-	100%	5,43%	5,29%	-	50%
[0;+5]	13,38%	12,56%**	6,73%	78%*	24,26%	21,72%	-	50%	8,26%	7,94%	-	50%
[+1;+5]	4,89%	4,77%	1,10%	78%	9,38%	8,97%	-	50%	1,60%	1,59%	-	50%
[-60;-6]	1,16%	1,15%	1,41%	78%	-14,69%	-15,89%	-	0%	-11,95%	-12,73%	-	0%
[-5;+30]	13,16%	12,36%*	7,10%	78%*	25,91%	23,04%	-	100%	20,24%	18,43%**	-	100%
[+6;+60]	-0,20%	-0,20%	-2,88%	33%	0,77%	0,77%	-	50%	8,40%	8,07%	-	50%

Tab. A.55.3: Finanzinvestoren

(Fortsetzung: Tabellen A.55: DKAR bei unterschiedlichen Nationalitäten von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und Investmentgesellschaften)

	Schweizer Anbieter N=7				Internationaler Anbieter N=2				Deutscher Anbieter N=2			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	19,07%	17,45%*	10,40%	71%	7,32%	7,06%	-	100%	15,93%	14,78%**	-	100%
[-60;0]	11,95%	11,29%**	9,34%	86%**	-2,65%	-2,69%	-	50%	5,26%	5,13%	-	50%
[-30;+30]	14,09%	13,18%	6,83%	71%	17,62%	16,23%***	-	100%	7,66%	7,38%	-	50%
[-20;+20]	15,72%	14,60%**	9,37%	100%**	7,80%	7,51%	-	100%	6,29%	6,10%	-	50%
[-10;+10]	19,78%	18,05%**	9,10%	100%**	15,60%	14,50%	-	100%	10,30%	9,80%	-	100%
[-5;+5]	19,10%	17,48%**	10,18%	100%**	24,83%	22,18%	-	100%	21,47%	19,45%***	-	100%
[-5;-1]	0,70%	0,70%	-0,29%	43%	0,45%	0,45%	-	50%	12,20%	11,51%	-	100%
[0;0]	10,80%	10,26%*	6,35%	71%	13,60%	12,75%	-	50%	6,56%	6,35%	-	100%
[0;+1]	17,34%	15,99%**	13,61%	86%**	14,33%	13,39%	-	100%	5,43%	5,29%	-	50%
[0;+5]	18,26%	16,77%**	13,27%	86%**	24,26%	21,72%	-	50%	8,26%	7,94%	-	50%
[+1;+5]	6,74%	6,52%*	1,10%	86%*	9,38%	8,97%	-	50%	1,60%	1,59%	-	50%
[-60;-6]	0,33%	0,33%	1,41%	71%	-14,69%	-15,89%	-	0%	-11,95%	-12,73%	-	0%
[-5;+30]	19,14%	17,51%**	10,84%	86%**	25,91%	23,04%	-	100%	20,24%	18,43%**	-	100%
[+6;+60]	-0,36%	-0,36%	-2,88%	29%	0,77%	0,77%	-	50%	8,40%	8,07%	-	50%

Tab. A.55.4: Finanzinvestoren, liquide

	Schweizer Anbieter N=19				Internationaler Anbieter N=1				Deutscher Anbieter N=5			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	3,68%	3,61%	-2,65%	42%	14,47%	13,51%	-	-	-2,03%	-2,05%	10,89%	80%
[-60;0]	7,93%	7,63%	5,20%	63%	3,12%	3,07%	-	-	-6,66%	-6,89%	6,21%	80%
[-30;+30]	4,72%	4,61%	1,64%	53%	10,92%	10,36%	-	-	2,96%	2,92%	12,61%	60%
[-20;+20]	10,80%	10,26%	2,76%	79%	12,98%	12,20%	-	-	6,26%	6,07%	13,45%	60%
[-10;+10]	10,24%	9,75%	3,83%	63%	10,10%	9,62%	-	-	-1,27%	-1,28%	5,72%	80%
[-5;+5]	8,55%	8,20%*	5,25%	79%*	6,20%	6,02%	-	-	-0,88%	-0,88%	4,56%	80%
[-5;-1]	6,46%	6,26%	0,64%	58%	4,02%	3,94%	-	-	-3,15%	-3,20%	-1,91%	20%
[0;0]	3,37%	3,31%**	1,33%	74%***	-0,38%	-0,38%	-	-	0,54%	0,54%	1,76%	60%
[0;+1]	4,32%	4,23%**	2,61%	79%**	0,37%	0,37%	-	-	-0,01%	-0,01%	1,79%	60%
[0;+5]	1,96%	1,94%	2,08%	63%	2,10%	2,08%	-	-	2,34%	2,31%	5,04%	80%
[+1;+5]	-1,45%	-1,46%	0,75%	58%	2,49%	2,46%	-	-	1,79%	1,77%	2,16%	80%
[-60;-6]	-2,01%	-2,03%	-3,62%	47%	-0,49%	-0,49%	-	-	-4,15%	-4,24%	3,49%	80%
[-5;+30]	4,88%	4,76%	2,89%	63%	8,85%	8,48%	-	-	3,09%	3,04%	1,60%	60%
[+6;+60]	-2,53%	-2,56%	-4,16%	21%	8,31%	7,98%	-	-	3,12%	3,07%	0,69%	60%

Tab. A.55.5: Investmentgesellschaften

	Schweizer Anbieter N=14				Internationaler Anbieter N=1				Deutscher Anbieter N=4			
	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv	DKAR delog	DKAR	Median	Anteil positiv
[-60;+60]	-3,35%	-3,41%	-4,13%	36%	14,47%	13,51%	-	-	-5,14%	-5,28%	7,95%	75%
[-60;0]	-0,82%	-0,82%	2,23%	50%	3,12%	3,07%	-	-	-10,36%	-10,94%	6,02%	75%
[-30;+30]	-0,75%	-0,75%	1,64%	57%	10,92%	10,36%	-	-	0,30%	0,30%	4,04%	50%
[-20;+20]	1,12%	1,11%	2,46%	71%	12,98%	12,20%	-	-	4,32%	4,23%	7,06%	50%
[-10;+10]	2,36%	2,33%	5,03%	71%	10,10%	9,62%	-	-	-2,98%	-3,03%	4,14%	75%
[-5;+5]	4,48%	4,38%	5,70%	86%	6,20%	6,02%	-	-	-2,36%	-2,39%	3,82%	75%
[-5;-1]	0,74%	0,74%	0,11%	50%	4,02%	3,94%	-	-	-3,25%	-3,30%	-1,19%	25%
[0;0]	2,35%	2,32%**	1,58%	71%**	-0,38%	-0,38%	-	-	0,24%	0,24%	0,57%	50%
[0;+1]	3,81%	3,74%***	3,29%	93%***	0,37%	0,37%	-	-	-0,45%	-0,45%	-1,83%	50%
[0;+5]	3,71%	3,64%**	4,13%	86%*	2,10%	2,08%	-	-	0,91%	0,91%	3,02%	75%
[+1;+5]	1,33%	1,32%	2,09%	79%	2,49%	2,46%	-	-	0,67%	0,67%	2,00%	75%
[-60;-6]	-3,81%	-3,88%	-3,70%	43%	-0,49%	-0,49%	-	-	-7,58%	-7,88%	2,09%	75%
[-5;+30]	1,03%	1,02%	2,89%	64%	8,85%	8,48%	-	-	3,46%	3,40%	1,24%	50%
[+6;+60]	-3,82%	-3,90%	-4,16%	21%	8,31%	7,98%	-	-	5,12%	4,99%	1,83%	75%

Tab. A.55.6: Investmentgesellschaften, liquide

Tabellen A.56: DKAR bei bedingten und bedingungslosen Angeboten

N=64	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,05%	18,27%	15,18%	5,99***	80%***
[-60;0]	15,77%	14,64%	14,23%	5,49***	78%***
[-30;+30]	19,38%	17,71%	16,23%	6,47***	78%***
[-20;+20]	17,47%	16,10%	13,22%	6,38***	84%***
[-10;+10]	18,29%	16,80%	9,88%	6,11***	89%***
[-5;+5]	17,22%	15,89%	11,46%	6,18***	81%***
[-5;-1]	2,77%	2,73%	1,84%	2,90***	64%***
[0;0]	12,08%	11,40%	6,70%	5,08***	73%***
[0;+1]	13,84%	12,96%	8,06%	5,75***	81%***
[0;+5]	14,07%	13,16%	7,84%	5,48***	73%***
[+1;+5]	1,77%	1,75%	0,57%	1,96*	55%
[-60;-6]	0,51%	0,51%	2,32%	0,33	61%
[-5;+30]	18,53%	17,00%	14,62%	6,31***	83%***
[+6;+60]	1,89%	1,87%	-1,62%	1,29	48%

Tab. A.56.1: bedingte Angebote

N=59	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,41%	17,74%	16,06%	5,88***	81%***
[-60;0]	14,67%	13,69%	14,65%	5,30***	78%***
[-30;+30]	18,42%	16,91%	16,42%	6,37***	80%***
[-20;+20]	16,17%	14,99%	13,72%	6,44***	85%***
[-10;+10]	17,40%	16,04%	10,44%	6,26***	92%***
[-5;+5]	16,25%	15,06%	11,52%	6,53***	83%***
[-5;-1]	3,10%	3,05%	2,96%	3,04***	66%***
[0;0]	10,57%	10,05%	7,05%	5,28***	75%***
[0;+1]	12,28%	11,58%	8,06%	5,87***	80%***
[0;+5]	12,75%	12,00%	7,85%	5,73***	75%***
[+1;+5]	1,97%	1,95%	0,49%	2,04**	54%
[-60;-6]	0,59%	0,59%	2,39%	0,36	61%
[-5;+30]	17,61%	16,22%	14,86%	6,52***	85%***
[+6;+60]	2,11%	2,09%	-2,14%	1,33	47%

Tab. A.56.2: bedingte Angebote, liquide

N=40	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	15,28%	14,22%	11,25%	3,41***	73%***
[-60;0]	12,98%	12,20%	8,31%	3,66***	85%***
[-30;+30]	9,95%	9,49%	5,81%	2,86***	68%***
[-20;+20]	11,82%	11,17%	5,71%	2,81***	80%***
[-10;+10]	11,02%	10,45%	6,05%	2,52**	73%***
[-5;+5]	9,57%	9,14%	5,22%	3,35***	80%***
[-5;-1]	3,67%	3,60%	1,32%	1,53	65%***
[0;0]	5,09%	4,96%	1,25%	3,28***	68%***
[0;+1]	5,43%	5,29%	1,84%	3,30***	70%***
[0;+5]	5,70%	5,54%	3,85%	2,75***	68%***
[+1;+5]	0,58%	0,58%	0,24%	0,35	53%
[-60;-6]	3,71%	3,64%	2,27%	2,37**	68%***
[-5;+30]	7,44%	7,18%	4,12%	2,89***	78%***
[+6;+60]	1,45%	1,44%	-2,17%	0,63	38%

Tab. A.56.3: bedingungslose Angebote

N=27	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	9,92%	9,46%	8,27%	3,07***	67%***
[-60;0]	10,41%	9,90%	6,25%	3,70***	81%***
[-30;+30]	8,63%	8,28%	5,60%	3,43***	70%***
[-20;+20]	8,25%	7,93%	4,49%	3,84***	78%***
[-10;+10]	8,33%	8,00%	6,37%	3,74***	74%***
[-5;+5]	7,10%	6,86%	4,06%	3,66***	81%***
[-5;-1]	1,69%	1,68%	1,72%	1,98*	63%***
[0;0]	5,14%	5,01%	2,05%	2,91***	70%***
[0;+1]	4,93%	4,81%	3,06%	2,76**	78%***
[0;+5]	5,32%	5,18%	3,34%	3,01***	74%***
[+1;+5]	0,18%	0,18%	0,08%	0,30	52%
[-60;-6]	3,27%	3,22%	2,20%	1,67	63%
[-5;+30]	6,52%	6,32%	4,07%	3,29***	78%***
[+6;+60]	-0,61%	-0,61%	-2,72%	-0,33	33%

Tab. A.56.4: bedingungslose Angebote, liquide

N=48	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	20,67%	18,79%	15,18%	5,11***	79%***
[-60;0]	16,77%	15,50%	16,06%	4,75***	81%***
[-30;+30]	21,25%	19,27%	17,05%	5,88***	85%***
[-20;+20]	19,49%	17,81%	14,68%	5,78***	88%***
[-10;+10]	20,13%	18,34%	14,63%	5,48***	90%***
[-5;+5]	18,53%	17,00%	12,87%	5,68***	85%***
[-5;-1]	1,01%	1,00%	0,96%	1,08	58%***
[0;0]	14,24%	13,31%	8,22%	5,19***	77%***
[0;+1]	16,15%	14,97%	9,56%	5,94***	92%***
[0;+5]	17,36%	16,01%	10,30%	6,02***	88%***
[+1;+5]	2,73%	2,69%	1,65%	2,43**	65%***
[-60;-6]	1,20%	1,19%	2,94%	0,64	65%***
[-5;+30]	19,61%	17,91%	15,35%	5,59***	85%***
[+6;+60]	0,59%	0,59%	-2,51%	0,38	46%

Tab. A.56.5: bedingte Angebote mit Minimum Limen

N=44	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,29%	17,64%	15,18%	4,88***	80%***
[-60;0]	15,07%	14,04%	16,06%	4,51***	82%***
[-30;+30]	19,61%	17,91%	17,05%	5,70***	86%***
[-20;+20]	17,48%	16,11%	14,68%	5,76***	89%***
[-10;+10]	18,40%	16,89%	14,63%	5,49***	91%***
[-5;+5]	16,81%	15,54%	12,87%	6,11***	86%***
[-5;-1]	1,18%	1,17%	0,96%	1,17	59%***
[0;0]	12,13%	11,45%	8,22%	5,82***	80%***
[0;+1]	13,96%	13,07%	9,56%	6,54***	91%***
[0;+5]	15,47%	14,38%	10,30%	6,83***	89%***
[+1;+5]	2,97%	2,93%	1,72%	2,46**	64%***
[-60;-6]	1,44%	1,43%	3,93%	0,71	66%*
[-5;+30]	17,95%	16,51%	15,35%	5,77***	86%***
[+6;+60]	0,67%	0,67%	-2,88%	0,40	43%

Tab. A.56.6: bedingte Angebote mit Minimum Limen, liquide

(Fortsetzung: Tabellen A.56: DKAR bei bedingten und bedingungslosen Angeboten)

N=16	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	18,19%	16,71%	15,94%	3,12***	81%***
[-60;0]	12,82%	12,06%	8,69%	2,78**	69%**
[-30;+30]	13,93%	13,04%	6,39%	2,72**	56%*
[-20;+20]	11,59%	10,97%	7,60%	2,81**	75%**
[-10;+10]	12,96%	12,19%	7,28%	2,73**	88%***
[-5;+5]	13,36%	12,54%	6,20%	2,47**	69%**
[-5;-1]	8,25%	7,93%	5,46%	3,77**	81%***
[0;0]	5,84%	5,68%	0,13%	1,27	63%
[0;+1]	7,18%	6,93%	0,41%	1,46	50%
[0;+5]	4,72%	4,61%	-1,25%	0,95	31%
[+1;+5]	-1,06%	-1,07%	-1,46%	-0,97	25%*
[-60;-6]	-1,53%	-1,54%	-0,48%	-0,63	50%
[-5;+30]	15,34%	14,27%	12,11%	2,87**	75%***
[+6;+60]	5,89%	5,72%	3,74%	1,68	56%

Tab. A.56.7: bedingte Angebote ohne Minimum Limen

N=15	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	19,76%	18,03%	17,72%	3,14***	87%***
[-60;0]	13,52%	12,68%	11,54%	2,67**	67%**
[-30;+30]	15,03%	14,00%	12,58%	2,70**	60%*
[-20;+20]	12,40%	11,69%	9,05%	2,75**	73%**
[-10;+10]	14,49%	13,53%	7,56%	2,87**	93%***
[-5;+5]	14,60%	13,63%	7,30%	2,48**	73%**
[-5;-1]	8,97%	8,59%	5,65%	3,88***	87%***
[0;0]	6,13%	5,95%	0,04%	1,21	60%
[0;+1]	7,50%	7,23%	-0,31%	1,38	47%
[0;+5]	5,17%	5,04%	-1,13%	0,94	33%
[+1;+5]	-0,91%	-0,91%	-1,38%	-0,76	27%*
[-60;-6]	-1,84%	-1,86%	-1,64%	-0,69	47%
[-5;+30]	16,59%	15,35%	12,24%	2,86**	80%***
[+6;+60]	6,46%	6,26%	3,87%	1,69	60%

Tab. A.56.8: bedingte Angebote ohne Minimum Limen, liquide

Tabellen A.57: DKAR bei Angeboten, die zur Kraftloserklärung führten

N=54	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	24,04%	21,54%	20,95%	6,51***	83%***
[-60;0]	20,30%	18,48%	16,86%	7,35***	87%***
[-30;+30]	21,12%	19,16%	17,86%	6,28***	85%***
[-20;+20]	18,67%	17,12%	14,68%	6,06***	85%***
[-10;+10]	19,54%	17,85%	13,41%	6,01***	91%***
[-5;+5]	19,30%	17,65%	13,38%	6,24***	85%***
[-5;-1]	1,96%	1,94%	1,48%	2,85***	65%***
[0;0]	14,07%	13,16%	5,08%	5,17***	83%***
[0;+1]	15,94%	14,79%	9,22%	5,79***	87%***
[0;+5]	17,01%	15,71%	9,31%	5,89***	85%***
[+1;+5]	2,58%	2,55%	1,24%	2,11**	63%**
[-60;-6]	3,44%	3,38%	3,17%	2,36**	70%**
[-5;+30]	18,51%	16,98%	14,92%	5,52***	87%***
[+6;+60]	0,52%	0,52%	-1,39%	0,34	44%

Tab. A.57.1: Angebote, die zur Kraftloserklärung führten

N=45	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	23,99%	21,50%	21,59%	7,23***	82%***
[-60;0]	20,12%	18,33%	17,76%	7,53***	87%***
[-30;+30]	20,94%	19,01%	18,06%	7,36***	87%***
[-20;+20]	18,21%	16,73%	14,74%	7,24***	87%***
[-10;+10]	19,22%	17,58%	14,42%	6,63***	93%***
[-5;+5]	18,54%	17,01%	13,44%	6,61***	87%***
[-5;-1]	2,38%	2,35%	2,40%	2,95***	64%***
[0;0]	13,00%	12,22%	8,12%	5,37***	87%***
[0;+1]	14,73%	13,74%	10,59%	5,89***	89%***
[0;+5]	15,80%	14,67%	9,26%	6,31***	87%***
[+1;+5]	2,48%	2,45%	1,14%	2,19**	60%*
[-60;-6]	3,83%	3,76%	5,05%	2,33**	71%**
[-5;+30]	18,15%	16,68%	14,98%	6,01***	89%***
[+6;+60]	0,73%	0,73%	-1,71%	0,43	42%

Tab. A.57.2: Angebote, die zur Kraftloserklärung führten, liquide

N=50	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	12,18%	11,49%	10,50%	3,23***	70%***
[-60;0]	8,92%	8,54%	6,09%	2,65**	74%***
[-30;+30]	10,04%	9,57%	6,43%	3,34***	62%***
[-20;+20]	11,68%	11,05%	5,25%	3,32***	80%***
[-10;+10]	11,17%	10,59%	6,43%	2,94***	74%***
[-5;+5]	8,97%	8,59%	5,65%	3,54***	76%***
[-5;-1]	4,37%	4,28%	1,52%	2,04**	64%**
[0;0]	4,45%	4,35%	0,46%	3,26***	58%***
[0;+1]	4,97%	4,85%	2,95%	3,48***	66%***
[0;+5]	4,40%	4,31%	1,63%	2,51**	56%**
[+1;+5]	-0,04%	-0,04%	-0,60%	-0,04	44%
[-60;-6]	-0,09%	-0,09%	1,05%	-0,05	56%
[-5;+30]	9,59%	9,16%	7,10%	4,05***	74%***
[+6;+60]	3,04%	2,99%	-2,47%	1,49	44%

Tab. A.57.3: Angebote, die nicht zur Kraftloserklärung führten

N=41	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	8,50%	8,16%	10,40%	2,34**	71%***
[-60;0]	6,31%	6,12%	6,18%	2,03**	71%***
[-30;+30]	9,34%	8,93%	6,83%	2,86***	66%***
[-20;+20]	8,80%	8,43%	4,97%	3,15***	78%***
[-10;+10]	9,48%	9,06%	7,28%	3,24***	78%***
[-5;+5]	7,80%	7,51%	6,93%	3,46***	78%***
[-5;-1]	2,97%	2,93%	2,09%	2,13**	66%***
[0;0]	4,45%	4,35%	0,78%	3,03***	59%***
[0;+1]	4,88%	4,76%	3,97%	2,95***	68%***
[0;+5]	4,70%	4,59%	2,98%	2,45**	61%**
[+1;+5]	0,24%	0,24%	-0,55%	0,31	46%
[-60;-6]	-1,15%	-1,16%	0,20%	-0,57	51%
[-5;+30]	9,63%	9,19%	7,10%	3,67***	76%***
[+6;+60]	1,83%	1,81%	-2,88%	0,94	44%

Tab. A.57.4: Angebote, die nicht zur Kraftloserklärung führten, liquide

Tabellen A.58: DKAR bei gescheiterten Angeboten

N=6	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	9,20%	8,80%	7,77%	2,30	83%*
[-60;0]	5,23%	5,10%	6,60%	1,33	67%
[-30;+30]	10,25%	9,76%	14,08%	2,48**	83%
[-20;+20]	8,52%	8,18%	10,26%	2,88**	83%*
[-10;+10]	10,74%	10,20%	10,47%	2,38*	83%
[-5;+5]	12,91%	12,14%	8,94%	1,97*	83%
[-5;-1]	-0,56%	-0,56%	-1,37%	-0,22	33%
[0;0]	9,10%	8,71%	7,34%	1,84	67%
[0;+1]	9,32%	8,91%	8,02%	1,71	83%
[0;+5]	13,53%	12,69%	9,20%	1,69	67%
[+1;+5]	4,07%	3,99%	1,86%	1,33	67%
[-60;-6]	-3,00%	-3,05%	-0,66%	-0,59	50%
[-5;+30]	15,15%	14,11%	14,85%	2,01*	83%
[+6;+60]	-0,29%	-0,29%	0,69%	-0,08	50%

Tab. A.58.1: gescheiterte Angebote

N=6	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[0;+375]	5,24%	5,11%	12,23%	0,31	67%
[0;+250]	11,56%	10,94%	25,74%	0,71	83%
[0;+125]	6,39%	6,19%	12,86%	0,44	67%
[+126;+250]	4,86%	4,75%	-7,14%	0,59	33%
[+126;+375]	-1,08%	-1,09%	3,34%	-0,13	50%
[+250;+375]	-5,47%	-5,63%	-5,45%	-0,65	50%

Tab. A.58.2: langfristige DKAR gescheiterter Angebote

N=108	DKAR delog	DKAR	Median	t-Test	Anteil positiv
[-60;+60]	16,21%	15,02%	12,76%	5,87***	73%***
[-60;0]	13,08%	12,29%	10,70%	5,51***	80%***
[-30;+30]	14,10%	13,19%	10,64%	6,02***	69%***
[-20;+20]	14,05%	13,15%	8,88%	6,01***	79%***
[-10;+10]	13,63%	12,78%	7,14%	5,44***	77%***
[-5;+5]	12,61%	11,88%	6,94%	6,22***	78%***
[-5;-1]	2,86%	2,82%	1,57%	2,65***	64%***
[0;0]	8,31%	7,98%	2,27%	5,36***	71%***
[0;+1]	9,40%	8,98%	4,11%	5,87***	75%***
[0;+5]	9,49%	9,07%	5,51%	5,56***	69%***
[+1;+5]	1,09%	1,08%	0,45%	1,33	53%
[-60;-6]	1,49%	1,48%	2,36%	1,29	63%**
[-5;+30]	12,22%	11,53%	7,30%	5,82***	76%***
[+6;+60]	1,66%	1,65%	-2,00%	1,32	44%

Tab. A.58.3: erfolgreiche Angebote (vollzogene Angebote)

Tabelle A.59: Ranking des Jahres 2015 in der Kategorie Protecting Minority Investors, auf In-sich-Geschäfte beschränkt¹

Rang	Land	Rang	Land	Rang	Land
1	New Zealand	37	Bulgaria	71	Serbia
2	Singapore	37	Chile	73	Kiribati
3	Hong Kong SAR, China	37	Ghana	73	Papua New Guinea
4	Malaysia	37	Saudi Arabia	75	Kuwait
5	Canada	37	Sierra Leone	76	Latvia
6	United Kingdom	37	Tajikistan	77	Botswana
7	Ireland	43	Samoa	77	Malta
8	Israel	43	St. Vincent and the Grenadines	79	Estonia
9	United States	45	Dominica	79	San Marino
10	Colombia	45	St. Kitts and Nevis	79	Seychelles
11	South Africa	45	Sweden	82	Jamaica
12	Thailand	48	Romania	83	Tunisia
13	Albania	49	Bangladesh	84	Spain
14	Slovenia	49	Montenegro	84	Zambia
15	Mauritius	51	Armenia	86	Austria
16	Georgia	52	Moldova	86	Cambodia
16	United Arab Emirates	53	Italy	86	Madagascar
18	Norway	53	Pakistan	86	Namibia
19	Turkey	55	Grenada	90	Fiji
20	Mongolia	55	Poland	90	Greece
21	Korea, Rep.	55	Solomon Islands	90	Kosovo
22	India	55	St. Lucia	93	Nepal
22	Japan	59	Burundi	94	Panama
24	Peru	59	Mozambique	95	Malawi
25	Belgium	61	Indonesia	96	Czech Republic
26	Cyprus	62	Portugal	96	Dominican Republic
26	Denmark	62	Sri Lanka	98	Angola
26	Trinidad and Tobago	64	France	99	Uzbekistan
29	Macedonia, FYR	64	Mexico	100	Germany
30	Kazakhstan	64	Nigeria	100	Lesotho
31	Iceland	67	Australia	102	Argentina
31	Puerto Rico (U.S.)	67	Rwanda	102	Croatia
33	Taiwan, China	69	Finland	102	Paraguay
34	Antigua and Barbuda	70	Lithuania	105	Oman
34	Kyrgyz Republic	71	Brazil	106	Syrian Arab Republic
36	Azerbaijan			107	Guyana

¹Die Daten werden der Homepage von Doing Business entnommen (<http://www.doingbusiness.org/custom-query>). Im Jahr 2014 wurde das Set an Messgrößen in der Kategorie „Protecting Minority Investors“ um die Kennzahlen „Extend of shareholder rights index“, „Strength of governance structure index“ und „Extend of corporate transparency index“ erweitert. Da diese drei Messgrößen keine Aussagen darüber zulassen, ob es bei In-sich-Geschäften zu einer Benachteiligung von Minderheitsaktionären kommt, wird für das Jahr 2015 ein Ranking unter Ausklammerung dieser Kennzahlen gebildet. Dazu werden die aus dem historischen Datensatz entnommenen Werte für die einzelnen Messgrößen je Land unter Ausschluss dieser Kennzahlen aggregiert. Anschließend werden die Länder auf Basis dieser Summe angeordnet. Dies führt dann auch zu einer direkten Vergleichbarkeit der Rankings aus den Jahren 2012 und 2015.

(Fortsetzung: Tabelle A.59: Ranking des Jahres 2015 in der Kategorie Protecting Minority Investors, auf In-sich-Geschäfte beschränkt)

Rang	Land
107	Maldives
107	Vanuatu
110	Tanzania
110	West Bank and Gaza
112	Belarus
113	Russian Federation
114	Lebanon
115	Uganda
115	Uruguay
117	Cameroon
118	Algeria
118	China
120	Bosnia and Herzegovina
121	Bahamas, The
121	Zimbabwe
123	Netherlands
124	Slovak Republic
124	Timor-Leste
126	Bahrain
126	Tonga
128	Brunei Darussalam
129	Burkina Faso
129	Comoros
129	Equatorial Guinea
129	Guinea-Bissau
129	Kenya
129	Morocco
129	Senegal
129	Togo
137	Egypt, Arab Rep.
138	Iraq
139	Eritrea
139	Swaziland
141	Ecuador
141	Luxembourg
143	Qatar
144	Benin
144	Central African Republic
146	Bhutan
147	Yemen, Rep.
148	Hungary

Rang	Land
148	Ukraine
150	Belize
151	Chad
151	Congo, Dem. Rep.
151	Congo, Rep.
151	Gabon
151	Niger
156	Iran, Islamic Rep.
156	Philippines
158	Bolivia
159	Gambia, The
160	Vietnam
161	Cabo Verde
161	Switzerland
163	Nicaragua
164	Mauritania
165	El Salvador
165	Jordan
165	Sudan
168	Guinea
169	Liberia
170	Guatemala
170	Honduras
172	Barbados
173	Lao PDR
174	Costa Rica
175	Marshall Islands
175	São Tomé and Príncipe
177	South Sudan
178	Ethiopia
179	Haiti
180	Djibouti
180	Venezuela, RB
182	Suriname
183	Micronesia, Fed. Sts.
184	Palau
185	Côte d'Ivoire
185	Mali
187	Myanmar
188	Libya
189	Afghanistan

Literaturverzeichnis

AEBERSOLD SZALAY, C. (2007): Rolle der ZKB im «Sulzer-Deal» nicht geklärt, in: Neue Zürcher Zeitung vom 8. Mai 2007, S. 23.

AEBERSOLD SZALAY, C. (2007a): Profis wider Willen, in: Neue Zürcher Zeitung vom 29. Oktober 2007, S. 20.

AEBERSOLD SZALAY, C./ GALLAROTTI, E. (2007): Szenarien für die Rollen der Zürcher Kantonalbank im «Sulzer-Deal», in: Neue Zürcher Zeitung vom 12./13. Mai 2007, S. 25.

AGRAWAL, A./ JAFFE, J./ MANDELKER, G. (1992): The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, in: The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 4, S. 1605-1621.

AHLERS, M. (2003): Verschmelzung deutscher börsennotierter Kapitalgesellschaften, EUL Verlag, Köln, 2003.

AKBULUT, M./ MATSUSAKA, J. (2010): 50+ Years of Diversification Announcements, in: The Financial Review, 45, S. 231-262.

AMMANN, M./MATTI, D./ WYSS, R. (2003): Performance Schweizerischer Verwaltungsräte anhand der Aktienkursentwicklung, in: Financial Markets and Portfolio Management, Vol. 18, No. 1, S. 43-75.

AMREIN, P. (2005): Öffentliche Übernahmeangebote aus Sicht der Prüfstelle, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis; Zürich; Basel; Genf: Schulthess, 2005, S. 49-70.

ANDRADE, G./ MITCHELL, M./ STAFFORD, E. (2001): New Evidence and Perspectives in Mergers, in: Journal of Economic Perspectives, Volume 15 Number 2, S. 103-120.

APPENZELLER, H. (2009): Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, Heft 4, S. 463-478.

AREGGER, T. (2005): Vorausgegangener Erwerb und Best Price Rule, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis; Zürich; Basel; Genf: Schulthess, 2005, S. 91-113.

AREGGER, T./ MARGIOTTA, A. (2004): Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 76, H. 3, S. 286-296.

ARMITAGE, S. (1995): Event Study Methods and Evidence on their Performance, in: Journal of Economic Surveys, Vol. 9, S. 25-52.

ASQUITH, P./ BRUNER, R./ MULLINS, D. (1983): The Gains to Bidding Firms from Merger, in: Journal of Financial Economics, 11, S. 121-139.

ASSMANN, H.-D. (1995): Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, in: Die Aktiengesellschaft, Heft 12, S. 563-572.

BACHMANN, R.-P. (1992): Mehrstufige Übernahmen schweizerischer Publikumsgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der Zielaktionäre, Diss., Zürich, 1992.

BAETGE, J./ KIRSCH, H.-J./ KOELEN, P./ SCHULZ, R. (2010): On the myth of size premiums in corporate valuation: some empirical evidence from the German stock market, in: JARAF - The Journal of Applied Research in Accounting and Finance, Volume 5, Issue 1 (2010), S. 2-15.

BAKER, M./ SAVASOGLU, S. (2002): Limited arbitrage in mergers and acquisitions, in: Journal of Financial Economics, 64, S. 91-115.

BAMBERGER, B. (1994): Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland: eine theoretische und empirische Untersuchung, EUL, Bergisch-Gladbach, Köln, 1994.

BASLER, H. (1994): Grundbegriffe der Wahrscheinlichkeitsrechnung und Statistische Methodenlehre, 11. Auflage, Physica-Verlag, Heidelberg, 1994.

BATES, T./ LEMMON, M./ LINCK, J. (2006): Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze-out deals: Are minority shareholders left out in the cold?, in: Journal of Financial Economics, 81, S. 681-708.

BAUEN, M./ BERNET, R. (2007): Aktienrecht, Fusionsrecht, Börsenrecht, Steuerrecht, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2007.

BEAVER, W. (1983): Zur Effizienz des Kapitalmarkts: Gegenwärtiger Stand der Forschung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 4, S. 344-358.

BEBCHUK, L. (2002): The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, in: The University of Chicago Law Review, Vol. 69, S. 973-1035.

BEBCHUK, L./ KAHAN, M. (1989): Fairness Opinions: How fair are they and what can be done about it?, in: Duke Law Journal, Vol. 27, S. 27-53.

BEINER, S. et al. (2004): Corporate Governance und Unternehmensbewertung in der Schweiz, abrufbar unter: <http://www.wwz.unibas.ch/finance/publications/papers/CovCh.pdf>.

BEINER, S. et al. (2004a): Corporate Governance, Unternehmensbewertung und Wettbewerb – eine Untersuchung für die Schweiz, abrufbar unter: <http://www.wwz.unibas.ch/finance/publications/papers/CorporateGovernance.pdf>.

BERNET, R. (1998): Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG): eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen; Bern.

BERTSCHINGER, U. (2005): Anlegerschutz im Recht der Aktiengesellschaft – eine finanzmarktrechtliche Perspektive, in: WALDBURGER, R. et.al. (Hrsg.): Wirtschaftsrecht zu

Beginn des 21. Jahrhunderts – Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag, Stämpfli, Bern, 2005, S. 465-494.

BETSCHART, P. (2006): Steueraspekte beim Squeeze-Out von Minderheitsaktionären, in: Steuer Revue Nr. 2, S. 90-101.

BETTON, S./ ECKBO, B. (2000): Toeholds, Bid-Jumps and Expected Payoffs in Takeovers, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236384.

BETTON, S./ ECKBO, B./ THORBURN, K. (2008): Corporate Takeovers, Working Paper, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1131033>.

BHAGAT, S. et al. (2005): Do tender offers create value? New methods and evidence, in: Journal of Financial Economics, 76, S- 3-60.

BIEDERMANN, D./ DAENIKER, D. (2008): Pro & Contra: Soll die Generalversammlung Managersaläre genehmigen?, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, Heft 2, S. 142-152.

BILEK, E./ CRONE, H. von der (2007): Anspruch auf Due Diligence aufgrund der übernahmerechtlichen Gleichbehandlungspflicht, Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 2A.25/2007 (BGE 133 II 232) vom 6. Juni 2007 i.S. SIG Holding AG (Beschwerdeführerin) gegen Romanshorn SA (Beschwerdegegnerin), in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, S. 403-411.

BIMBERG, M. (2009): Unternehmensübernahmen und Erwerbsangebote in Deutschland, Eine empirische Analyse, 1. Auflage, Gabler, Wiesbaden, 2009.

BINDER, A. (2010): M&A-Rechtsentwicklungen – Blicke zurück und nach vorn, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, Online-Beitrag 3, S. 1-19, abrufbar unter: http://www.geskr.ch/Files/Online-Artikel/Binder_Onlinebeitrag.pdf.

BINDER, J. (1998): The Event Study Methodology since 1969, in: Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 11, S. 111-137.

BINDER, P. (2006): Mergers & Acquisitions in der Praxis, Orell Füssli, Zürich, 2006.

BIRKE, F. (2006): Hybris bei Unternehmensübernahmen, Hintergründe und Analysen, VDM, Saarbrücken, 2006.

BIRKE, K. (2006): Neutralitätspflicht der Hauptversammlung im Übernahmeprozess, Nomos, Baden-Baden, 2006.

BLÄTTCHEN, W. (1981): Risque et rendement pour les actionnaires des sociétés engagées dans des opérations de fusion-absorption: le cas allemand (1970-1976), wds, Paris, 1981.

BÖCKING, H.-J. (2003): Zur Bedeutung des Börsenkurses für die angemessene Barabfindung, in: RICHTER, F./ SCHÜLER, A./ SCHWETZLER, B. (Hrsg.): Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert. Festschrift für Jochen Drukarczyk. München 2003, S. 59-91.

- BÖCKLI, P. (1998):** Gewährleistungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 1998; S. 59-111.
- BÖCKLI, P. (2004):** Schweizer Aktienrecht, 3. Auflage, Zürich, Basel, Genf, 2004.
- BÖCKLI, P./ BÜHLER, C. (2005):** Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 3/2005, S. 101-112.
- BÖHMER, E. (2000):** Business Groups, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of German Takeovers, in: Journal of Financial Intermediation 9, S. 117-148.
- BÖHMER, E./ LÖFFLER, Y. (1999):** Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 51, S. 299-324.
- BÖHMER, T. (2004):** Der Schutz der Minderheitsaktionäre bei Übernahmen börsennotierter Gesellschaften in Europa, Beck, München, 2004.
- BOEMLE, M. (1990):** Unternehmungsfinanzierung; Außenfinanzierung, Innenfinanzierung, Umwandlung, Unternehmungszusammenschlüsse, Sanierung, Kapitalrückzahlung, Liquidation; 8. Auflage; Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Verbandes, Zürich, 1990.
- BOEMLE, M. (1995):** Unternehmungsfinanzierung; Außenfinanzierung, Innenfinanzierung, Umwandlung, Unternehmungszusammenschlüsse, Sanierung, Kapitalrückzahlung, Liquidation; 11. Auflage; Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Verbandes, Zürich, 1995.
- BOHRER, A. (2005):** Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2005.
- BOUCHON, M./ MÜLLER-MICHAELS, O. (2005):** Erwerb börsennotierter Unternehmen, in: HÖLTERS, W. (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2005.
- BOVEY, P./ WASER, P. (2010):** Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 3, S. 239-257.
- BOWERS, H./ LATHAM, . (2004):** Value of Fairness Opinions in US Mergers and Acquisitions 1980-2003, abrufbar unter: http://www.finra.org/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/p013216.pdf.
- BRADLEY, M. (1980):** Interfirm Tender Offers and the Market of Corporate Control, in: Journal of Business, Vol. 53, No. 4, S. 345-376.
- BRADLEY, M./ DESAI, A./ KIM, E. (1983):** The rationale behind interfirm tender offers, Information or Synergy?, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11., S. 183-206.
- BRADLEY, M./ DESAI, A./ KIM, E. (1988):** Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, in: Journal of Financial Economics, 21, S. 3-40.

BRECHBÜHL, B. (2004): Goldene Fallschirme oder silberne Brücken? Ein Beitrag zu den Kontrollwechselklauseln, in: Schweizerische Juristen-Zeitung 100 (2004), S. 32-36.

BRIS, A. (1998): When do bidder purchase a toehold? Theory and Tests, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=139824.

BRODA, B. (2005): Grundstrukturen und –prozesse von Unternehmensakquisitionen, in: Der Schweizer Treuhänder, 3/05, S. 147-154.

BRODA, B./ KRINGS, U. (2002): Finanzierungsmodalitäten bei M&A-Transaktionen, in: Der Schweizer Treuhänder, 10/02, S. 877-882.

BROWN, S./ WARNER, J. (1985): Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14, S. 3-31.

BRÜGGER, U./ DUBS, D. (2000): Zum internationalen Anwendungsbereich der börsenrechtlichen Übernahmeordnung bei freiwilligen Übernahmeangeboten, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2/2000, S. 69-84.

BRUNER, R. (2004): Applied Mergers & Acquisitions, Wiley Finance, New Jersey, 2004.

BUCHER, P./ BUCHER M. (2005): Fairness Opinion im Wandel, in: Der Schweizer Treuhänder, 3/05, S. 155-157.

BÜHLER, C. (2002): Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2003.

BÜHNER, R. (1990): Reaktionen des Aktienmarktes auf Unternehmenszusammenschlüsse, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 42, S. 295-316.

BÜHNER, R. (1990a): Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, C.E. Poeschel, Stuttgart, 1990.

BÜREN, R. von/ BÄHLER, T. (1996): Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, In: Allgemeine juristische Praxis, H. 3, S. 391-402.

BÜREN, R. von/ MAUERHOFER, M. (2005): Zur Wahrung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte bei Fusionen von abhängigen Konzernunternehmen mit Dritten, in: BUCHER, E. et.al. (Hrsg.): Norm und Wirkung – Beiträge zum Privat- und Wirtschaftsrecht aus heutiger und historischer Perspektive – Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag, Stämpfli, Bern, 2005.

BUGEJA, M./ WALTER, T. (1995): An Empirical Analysis of some Determinants of the Target Shareholder Premium Takeovers, in: Accounting and Finance, Vol. 35, No. 2, S. 33-60.

BUNDESGERICHT (2007): Die Gerichtsorganisation in der Schweiz, abrufbar unter: <http://www.bger.ch/acf11d.pdf>.

BUNDESREGIERUNG (2001): Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, 14/7034, vom 05.10.2001, abrufbar unter: <http://dipbt.bundestag.de/doc/btd/14/070/1407034.pdf>.

BUNDESREGIERUNG (2006): Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz), 16/1003, vom 17.03.2006, abrufbar unter: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/16/010/1601003.pdf>.

BURKART, M. (1994): Zur Diskussion der Regulierung öffentlicher Kaufangebote – Eine ökonomische Analyse der im BEHG vorgesehenen Übernahmebestimmungen, WWZ-Forschungsbericht 1/94, 1994.

BURKART, M. (1995): Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests, in: Journal of Finance, Vol. L, No. 5, S. 1491-1515.

BURKART, M./ GROMB, D./ PANUNIZ, F. (1998): Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholder, in: Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 1, S. 172-204.

BURKART, M./ GROMB, D./ PANUNIZ, F. (2006): Minority Blocks and Takeover Premia, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, 162 (1), S. 32-49.

BUSCH, T. (2002): Bedingungen in Übernahmeangeboten, in: Die Aktiengesellschaft, Heft 3, S. 145-152.

BVerfG (1999): Beschluss vom 27.04.1999 im Fall DAT/Altana, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 34, S. 1436-1443.

CABLE, J./ HOLLAND, K. (2000): Robust vs. OLS estimation of market model: implications for event studies, in: Economic Letters 69, S. 385-391.

CALCAGNO, R./ FALCONIERI, S. (2008): White Knights and the Corporate Governance of Hostile Takeovers, Tinbergen Institute Discussion Paper 08-118/2, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1316346.

CAMPA, J./ HERNANDO, I. (2004): Shareholder Value Creation in European M&As, in: European Financial Management, Vol. 10, No. 1, S. 47-81.

CAO, J. (2008): An Empirical Study of LBOs and Takeover Premium, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1100059.

CHANDRA, R./ MORIARITY, S./ WILLINGER, G. (1990): A Reexamination of the Power of Alternative Return-Generating Models and the Effect of Accounting for Cross-Sectional Dependencies in Event Studies, in: Journal of Accounting Research, Vol 28, S. 398-408.

CHANG, S. (1998): Takeovers of Privately Held Targets, Method of Payment, and Bidder Returns, in: The Journal of Finance, Vol. LIII, No. 2, S. 773-784.

CHATTERJEE, S. (2003): Contingent Value Rights in Acquisitions: Theory and Empirical Evidence, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=424903.

CHERIDITO, Y./ SCHNELLER, T. (2008): Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung, Sorgfältige Analyse und Anwendungshinweise unerlässlich, in: Der Schweizer Treuhänder, 6-7, S. 416-422.

CHOI, A. (2004): Golden Parachute as a Compensation-Shifting Mechanism, in: The Journal of Law, Economics & Organization, Vol. 20, No. 1, S. 170-191.

CHOWDHRY, B./ JEGADEESH, N. (1994): Pre-Tender Offer Share Acquisition Strategy in Takeovers, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 29, No. 1, S. 117-129.

CHRIST, B. (2010): Kostentragung bei der Überprüfungsklage (Art. 105 Abs. 3 FusG) Besprechung von BGE 135 III 603, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 1/2010, S. 75-78.

CLASSEN, M./ HSU, P./ PELLANDA, K. (2007): Due Dilligence und Vertrag, in: DÉDEYAN et. al. (Hrsg.): Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2007, S.323-349.

CORNELLI, F./ LI, D. (1999): Risk Arbitrage in Takeovers, Working Paper, abrufbar unter: <http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/papers/9817.pdf>.

CORNELLI, F./ LI, D. (2002): Risk Arbitrage in Takeovers, in: The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 3, S. 837-868.

COTTER, J./ ZENNER, N. (1994): How managerial wealth affects the tender offer price, in: Journal of Financial Economics, 35, S. 63-97.

COTTER, J./ SHIVDASANI, A./ ZENNER, N. (1997): Do independent directors enhance target shareholders wealth during tender offers?, in: Journal of Financial Economics, 43, S. 195-218.

CROCI, E./ GIUDICE, A. (2010): Ownership, Family Control, LBOs, and Country Effects: An Analysis of European Going-Private Transactions, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1548515.

CROCI, E./ PETMEZAS, D. (2009): Idiosyncratic Volatility, Takeover Premiums and Target Gains, Working Paper, abrufbar unter: http://boa.unimib.it/bitstream/10281/6489/2/Idiosyncratic_Volatility_Premiums_and_Target_Gains.pdf.

CRONE, H. von der (1996): Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: ZOBL, D. (Hrsg.): Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, Schulthess, 1996, S. 37-66.

CRONE, H. von der (2000): Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions II, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2000, S. 157-179.

CRONE, H. von der (2005): Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 1-16.

CRONE, H. von der, et al. (2007): Vermögensübertragung: Materielles, abrufbar unter: <http://www.fusg.ch/vmuebr/recht/materiell/#titel10>.

CRONE, H. von der, /DOBLER, S./ EUGSTER, K. (2006): Privatrechtliche Aspekte der Ausgleichsleistungen und Abfindungen gemäss FusG, in: KRAMER, E. et al. (Hrsg.): Festschrift für Peter Böckli, Zürich, 2006, S. 243-259.

CRONE, H. von der/ IFFLAND, J./ WEY, R. (2000): Aktuelle Fragen des Übernahmerechts, in: NOBEL, P. (Hrsg.): Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Stämpfli, Bern, 2001, S. 105-120.

DAENIKER, D. (2005): Die Zwei Hüte des Verwaltungsrates: Handhabung von Interessenkonflikten bei M&A-Transaktionen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VII, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2005, S. 113-132.

DAENIKER, D./NIKITINE, A. (2007): Golden Handshakes, Golden Parachutes und ähnliche Vereinbarungen bei M&A-Transaktionen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions IX, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2007, S. 107-141.

DAENIKER, D. /SCHÄRER, H. (2010): Ausstieg aus Unternehmenskaufverträgen wegen gescheiterter Finanzierung, Darf der Käufer das? Kann der Käufer das?, in: OERTLE, M et al. (Hrsg.): M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Dike, Zürich, St. Gallen, 2010, S.175-190.

DAENIKER, D./ WALLER, S. (2009): Aktionär: Freund oder Feind? Zur Stellung des Verwaltungsrates bei Proxy Fights, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XI, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2009, S. 75-107.

DAMODARAN, A. (2005): The Value of Synergy, Working paper, abrufbar unter: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>.

DATTA, D./ PUIA, G. (1995): Cross-border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms, in: Management International Review, Vol. 35, S. 337-359.

DAVIDSON, W./ CHENG, L. (1997): Target Firm Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns?, in: Journal of Business Finance & Accounting, 24, 3/4, S. 465-479.

DAVIDSON, W./ ROSENSTEIN, S./ SUNDARAM, S. (2002): An Empirical analysis of cancelled mergers, board composition and ownership structure, in: Applied Financial Economics, No. 12, S. 485-491.

DENIS, D. (2001): Twenty-Five Years of Corporate Governance Research . . . and Counting, in: Review of Financial Economics, 10, S. 191-212.

DIMSON, E./ MARSH, P./ STAUNTON, M. (2002): Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press, 2002.

DJANKOV, S. et al. (2008): The law and economics of self-dealing, in: Journal of Financial Economics 88, S. 430-465.

DOBBS, R./ GOEDHART, M./ SUONIO, H. (2007): Are companies getting better at M&A?, abrufbar unter: http://corporatefinance.mckinsey.com/downloads/knowledge/mckinsey_on_finance/MoF_Issue_22.pdf, S.7-11.

DODD, P./ RUBACK, R. (1977): Tender offers and stockholder returns, in: Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 4, S. 351-373.

DOMBRET, A. (2006): Übernahmeprämien im Rahmen von M&A Transaktionen, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden, 2006.

DONKER, H./ ZAHIR, S. (2008): Takeovers, corporate control, and return to target shareholders, in: International Journal of Corporate Governance, Vol. 1. No. 1, S. 106-134.

DORFLEITNER, G. (2002): Stetige versus diskrete Renditen, Überlegungen zur richtigen Verwendung beider Begriffe in Theorie und Praxis, in: Kredit und Kapital, Heft 2, S. 216-241.

DROBETZ, W./ GRÜNINGER, M. (2006): Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland, WWZ-Forschungsbericht 07/06

DRUEY, J. (2006): Interessenkonflikte, in: BAER, C. (Hrsg.): Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, Ihre Tätigkeit und ihr Verhältnis zueinander, Haupt, Bern, Stuttgart, Wien, 2006.

DRYGALA, T. (2005): Break-up fees und Corporate Lock-ups im M&A-Vereinbarungen, in: STROHMER, M. (Hrsg.): International Mergers and Acquisitions, Lang, Frankfurt, 2005.

DUBS, D. (2006): Genehmigtes Kapital als Abwehrmaßnahme, in: Neue Zürcher Zeitung vom 7. September 2006, S. 31.

DUBS, D./ WIESER, C. (2009): Vinkulierung – Klärung tut not, Kotiert oder nicht? – Ausschlaggebende Frage für den Erwerb von Namenaktien – Einschränkung der Übertragung von Namentiteln ein Zankapfel der Juristen, in: Finanz und Wirtschaft vom 11. Juli 2009, Nr. 54, S. 22.

DUCREY, P. (1998): Unternehmenszusammenschlüsse im Kartellrecht, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 1998; S. 127-149.

DYCK, A./ ZINGALES, L. (2004): Private Benefits of Control: An International Comparison, in: The Journal of Finance, Vol. LIX, No. 2, S. 537-600.

ECKARDT, J. (1999): Kurz- und langfristige Kurseffekte beim Erwerb von Beteiligungen deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, EUL, Köln, 1999.

ECKBO, B./ GIAMMARINO, R./ HEINKEL, R. (1990): Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 3, No. 4, S. 651-675.

ECKBO, B./ LANGOHR, H. (1989): Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums, in: *Journal of Financial Economics*, 24, S. 363-403.

EGGEN, M. (2007): Auslegung und Lückenfüllung im Recht der öffentlichen Übernahmen, in: *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen*, 4/2007, S. 398-404.

EGGEN, M. (2007a): Das Verhältnis der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG zum Fusions- und Kartellgesetz, Stämpfli, Bern, 2007.

EHRHARDT, O./ LAHR, H. (2004): Kursreaktionen bei der Ankündigung von Squeeze-outs in Deutschland, in: *Mergers&Acquisitions*, 8/9/2004, S. 361-366.

EISELE, F. (2006): Going Private in Deutschland, Eine institutionelle und empirische Analyse des Rückzugs vom Kapitalmarkt, Gabler, Wiesbaden, 2006.

EISENRING, C. (2007): Geringere Abfindungen für deutsche Manager, in: *Neue Zürcher Zeitung* vom 7./8. Juli 2007, S. 25.

ELGERS, P./ CLARK, J. (1980): Mergers Types and Shareholder Returns: Additional Evidence, in: *Financial Management*, Vol. 9, S. 66-72.

ELSLAND, S./ WEBER, M. (2004): Squeeze-outs in Germany: Determinants of the Announcement Effects, Working Paper; abrufbar unter: <http://www.uni-tuebingen.de/dgf/program/CPaper137.pdf>.

EMMENEGGER, S. (2010): Creeping Takeovers in Deutschland und in der Schweiz, in: *Festschrift für KLAUS J. HOPT zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung, Band 2*, De Gruyter, Berlin/ New York, 2010, S. 1763-1788.

ERBE, S./ JAUSSI, T./ THEILER, R. (2003): Das Fusionsgesetz – ein Überblick aus rechtlicher und steuerlicher Sicht, in: *Steuer Revue*, Nr. 12/2003, S. 822-856.

ESSEBIER, J/ GLATTHAAR, M. (2009): Öffentliche Tauschangebote und die Pflicht zum alternativen Barangebot, in: *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Heft 3, S. 191-201.

ESTV (Eidgenössische Steuerverwaltung) (2005): Kreisschreiben Nr. 8, Gewerbsmässiger Wertschriftenhandel, abrufbar unter: http://www.lereseau.ch/pdf/issueCapital_IFD_Circulaire_8_210605_De.pdf.

ESTV (Eidgenössische Steuerverwaltung) (2007): Kreisschreiben Nr. 14, Verkauf von Beteiligungsrechten aus dem Privat- in das Geschäftsvermögen eines Dritten („indirekte Teilliquidation“), abrufbar unter: <http://www.estv.admin.ch/d/dvs/kreisschreiben/1-014-D-2007-d.pdf>.

FACCIO, M./ MASULIS, R. (2005): The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions, in: Journal of Finance, Vol. L.X., No. 3, S. 1345-1388.

FAHRMEIR, L. et. al. (2007): Statistik, Der Weg zur Datenanalyse, 6. Auflage, Springer, Berlin, Heidelberg, 2007.

FAMA, E. (1970): Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work, in: The Journal of Finance, Vol. 25, S. 383-417.

FAMA, E. (1991): Efficient Capital Markets: II, in: The Journal of Finance, Vol. XLVI, S. 1575-1617.

FAMA, E. et. al. (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information, in: International Economic Review, Vol. 10, No.1, S.1-21.

FAMA, E./ MILLER, M. (1972): The Theory of Finance, Holt Rinehart & Winston, New York, 1972.

FAREBROTHER, R. (1980): The Durbin-Watson Test for Serial Correlation when there is no Intercept in the Regression, in: Econometrica, Vol. 48, S. 1553-1563.

FASSBENDER, E./ KILLAT, G. (2007): Die Bedeutung von Aktien als Akquisitionswährung im internationalen Vergleich, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 9/2007, S. 434-439.

FIRTH, M. (1980): Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 94, No. 2, S. 235-260.

FLANAGAN, D. (1996): Announcements of Purely Related and Purely Unrelated Mergers and Shareholder Returns: Reconciling the Relatedness Paradox, in: Journal of Management, Vol. 22, No. 6, S. 823-835.

FLUBACHER, R. (2000): Der Störenfried aus Weinfeld, in: Tagesanzeiger vom 27.11.2000, S. 29.

FLÜTSCH, A. (2007): Wie Unternehmen Raider ausmanövrieren, In: Tagesanzeiger vom 11. November 2007, abrufbar unter: <http://tages-anzeiger.ch/dyn/news/wirtschaft/812058.html>.

FORSTMOSER, P. (2002): Aufgaben, Organisation und Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates, in: Der Schweizer Treuhänder, 5/02, S. 485-493.

FORSTMOSER, P. (2004): Corporate Governance in verbundenen Unternehmen, in: AMSTUTZ, M. (Hrsg.) (2004): Die vernetzte Wirtschaft, Symposien zum Schweizer Recht, Zürich, S. 151-174.

FOTIOU, G. (2004): Informationsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, München, 2004.

FRANKS, J./ HARRIS, R. (1989): Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeover, The UK Experience 1955-1985, in: Journal of Financial Economics, 23, S. 225-249.

FRANKS, J./ MAYER, C. (1996): Hostile takeovers and the correction of managerial failure, in: Journal of Financial Economics, 40, S. 163-181.

FRAUENFELDER, J. (2001): Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG – Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext, Schulthess, Zürich, 2001.

FREDERIKSLUST, R. van/ WAL, V. van der/ WESTDIJK, H. (2005): Shareholder Wealth Effects of Mergers and Acquisitions, Conference Proceedings 2005, European Financial Management Association, abrufbar unter: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/262-van-frederikslust_paper.pdf.

FREHNER, F./ DUBS, D.: (2012): Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG: Massgeblicher Zeitpunkt für das Überschreiten des Schwellenwerts von 98 % Besprechung des Urteils Z2 2011 38 des Obergerichts des Kantons Zug vom 9. November 2011, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 1/2012, S. 137-140.

FREI, S. (1996): Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, mit besonderer Berücksichtigung der Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel BEHG, Verlag Paul Haupt Bern, Stuttgart, Wien, 1996.

FREI, S. (1999): Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG): unter Einbeziehung der Ausführungsbestimmungen, Haupt, Bern, Stuttgart, Wien, 1999.

GABERTHÜEL, T. (2012): Konkurrenz von Vollangeboten und Teilangeboten Qualifikation von konkurrierenden Teilangeboten im Übernahmerecht nach dem Entscheid Absolute Private Equity, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 1/2012, S. 105-112.

GALLAROTTI, E. (2007): Rücktritt von ZKB-Konzernchef Hans Vögeli, in: Neue Zürcher Zeitung vom 8. Mai 2007, S. 23.

GALONSKA, C. (2007): Genutzte Grauzonen – Prämien im Fall Mannesmann, in: IMBUSCH, P./ RUCHT, D. (Hrsg.): Profit oder Gemeinwohl – Fallstudien zur gesellschaftlichen Verantwortung von Wirtschaftseliten, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, 2007, S. 31-67.

GANTENBEIN, P./ GEHRIG, M. (2007): Moderne Unternehmensbewertung, Bewertungsziel mit Methodenmix erreichen, in: Der Schweizer Treuhänder, 2007/9, S. 602-612.

GASPAR, J.-M./ MASSA, M./ MATOS, P. (2005): Shareholder investment horizons and the market for corporate control, in: Journal of Financial Economic, 76, S. 135-165.

GEHRER, C. (2002): Abwehrmaßnahmen bei unfreundlichen Übernahmeversuchen, in: Der Schweizer Treuhänder, 5/02, S. 479-484.

GEHRER, C. (2003): Statutarische Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen, Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2003.

GERBER, R. (2005): «...dann esse ich meine Schuhe» - Hexagon-Chef Ola Rollén will das Angebot für Leica auf keinen Fall erhöhen, in: Sonntagszeitung vom 19. Juni 2005, S. 63.

GERHARD, F. (2006): Das virtuelle Übernahmeangebot, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 2-3/2006, S. 216-222.

GERHARD, F. (2006a): Contingent Value Rights in Public Takeovers: Analysis under Swiss Law, in: European Company and Financial Law Review, Volume 3, S. 249-286.

GERKE, W./ GARZ, H./ OERKE, M. (1995): Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 47, S. 805-820.

GILSON, R./ SHOLES, M./ WOLFSON, M. (1988): Taxation and the dynamics of corporate control: The uncertain case for tax-motivated acquisitions, in: COFFEE, J. et al. (Hrsg.): Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover, Oxford University Press, 1988, S. 271-299.

GLATTHAAR, M. (2007): Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Dike, Zürich, St. Gallen, 2007.

GOERGEN, M./ RENNEBOOG, L. (2002): Shareholder wealth effects in large European takeover bids, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301281.

GOLDMANN, E./ QIAN, J. (2005): Optimal toeholds in takeover contests, in: Journal of Financial Economics, 77, S. 321-346.

GONDHALEKAR, V/ SANT, R./ FERRIS, S. (2004): The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Takeover Premia, Working Paper, abrufbar unter: <http://www.ensino.uevora.pt/tf/papers2004/gondhalekar.pdf>.

GOTSCHEV, G./ STAUB, C. (2006): Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Art. 33 Börsengesetz und durch squeeze out merger gemäß Fusionsgesetz, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 4, S. 265-285.

GRANDJEANS, B. (1992): Unternehmenszusammenschlüsse und die Verteilung der abnormalen Aktienrenditen zwischen den Aktionären der übernehmenden und übernommenen Gesellschaften, Peter Lang, Frankfurt, 1992.

GRETER, M. (1998): Steuerliche Folgen der Kraftloserklärung gemäss Art. 33 Börsengesetz, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2/98, S. 82-88.

GRONER, R. (2007): Corporate Governance, Ein Zwischenfazit, in: DÉDEYAN(Hrsg.): Vertrauen, Vertrag, Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Schulthess, Zürich, 2007, S. 279-306.

GROSSMAN, S./ HART, O. (1988): One Share-One Vote and the Market of Corporate Control, in: Journal of Financial Economics 20, S. 175-202.

GYGI, B. (2007): Wie die Übernahmekommission Optionen praktisch zu Aktien machte, in: Neue Zürcher Zeitung vom 24. Januar 2007, S. 31.

HACKL, P. (2005): Einführung in die Ökonometrie, Pearson, München, 2005.

HACKSPIEL, T. (2010): Unternehmensbewertung von KMU – Prozessuale und quantitative Besonderheiten, in: Mergers & Acquisitions Review, 3/2010, S. 131-138.

HAGER, M. (2004): Die wertpapierrechtliche Vorankündigung, Unter besonderer Berücksichtigung des kapitalmarktrechtlichen Informationsnormcharakters und des Rechtsvergleichs zum britischen und US-amerikanischen Recht, Nomos, Baden-Baden, 2007.

HANNES, S (2007): The Market for Takeover Defenses, in: Northwestern University Law Review, Vol. 101, S. 125-190.

HARRIS, C. (2005): Informing Offeree Shareholders: A Comparative Analysis of the Circulars Issued in England and Switzerland by the Offeree Board of Directors in Response to a Hostile Takeover Offer, Difo-Druck, Bamberg, 2005.

HAYWARD, M./ HAMBRICK, D: (1997): Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 42, S. 103-127.

HECKER, R. (2000): Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrechte, Teil 1: Empirische Analyse des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes im Vertragskonzern, 1. Auflage, Gabler, Wiesbaden, 2000.

HECKER, R./ KASERER, C. (2003): Going Private im Wege des Minderheiten-ausschlusses: Eine empirisch orientierte Bestandsaufnahme, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 2, S. 137-163.

HECKER, R./ WENGER, E. (1995): Der Schutz von Minderheiten im Vertragskonzern – Ein Betriebsunfall des Aktienrechts, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Heft 4, S. 321-341.

HEIDEL, T./ LOCHNER, D. (2001): Squeeze-out ohne hinreichenden Eigentumsschutz, in: Der Betrieb, Heft 38, S. 2031-2034.

HELLMANN, N. (2007): Insiderproblematik bei britischen Übernahmen, in: Börsen-Zeitung vom 8. März 2007, S. 4.

HELMIS, S. (2003): Die Regulierung von Unternehmensübernahmen aus ökonomischer Sicht, EUL, Lohmar, Köln, 2003.

HELMIS, S./ KEMPER, O. (2002): Squeeze-out in Deutschland, Ökonomische Analyse der Squeeze-out-Option im neuen Übernahmerecht, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 62, Heft 5, S. 512-532.

HENRICH, J. et al. (2001): ‘Economic Man’ in Cross-cultural Perspective: Behavioral Experiments in 15 Small-scale Societies, Working Paper, abrufbar unter: <http://www.sscnet.ucla.edu/anthro/faculty/boyd/MacGamesBBSFinal.pdf>.

HEUSINGER VON WALDEGGE, S. (2009): Steigerung des Unternehmenswerts, Entwicklung und Einsatz eines Controlling-Instruments, Gabler, Wiesbaden, 2009.

HINNY, P. (2003): Die steuerliche Behandlung von spinn-off, going private (insbesondere des Kraftloserklärungsverfahrens) und von Sanierungen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions V, Schulthess, Zürich, Basel, Genf; S. 201-232.

HIRSHLEIFER, D./ TITMAN, S. (1990): Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids, in: Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 2, S. 295-324.

HÖHN, E./ WALDBURGER, R. (2001): Steuerrecht; Band I: Grundlagen – Grundbegriffe – Steuerarten; 9. Auflage, Haupt, Bern, Stuttgart, Wien. 2001

HÖHN, E./ WALDBURGER, R. (2002): Steuerrecht; Band II: Steuern beim Vermögen, Erwerbstätigkeit, Unternehmen, Vorsorge, Versicherung; 9. Auflage, Haupt, Bern, Stuttgart, Wien. 2002.

HÖHN, J. (2009): Macht sich Freundlichkeit für einen Übernehmer bezahlt?, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XI, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2009, S. 41-74.

HOFSTETTER, K./ HEUBERGER, E. (2007): 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote, Art. 32, in: WATTER, R./ VOGT, N. (Hrsg.): Börsengesetz, Basler Kommentar, Helbing Lichtenhahn Verlag, 2007, S. 571-630.

HOLMÉN, M./ KNOPF, J. (2004): Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39, No. 1, S. 167-191.

HOLMÉN, M./ NIVOROZHKIN, E. (2009): Selection Bias and Event Studies: The Case of Takeover Likelihood and Takeover Premium, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1365809.

HOPT, K. (1997): Europäisches und deutsches Übernahmerecht, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, Bd. 161, S. 368-420.

HÜBLER, O. (2005): Einführung in die empirische Wirtschaftsforschung, R. Oldenbourg Verlag, München, Wien, 2005.

HÜFFNER, U. (2003): Mannesmann/Vodafone: Präsidiumsbeschlüsse des Aufsichtsrats für die Gewährung von „Appreciation Awards“ an Vorstandsmitglieder, in: Betriebs-Berater Beilage 7, Heft 43/2003, S. 1-40.

HÜFFER, U. / SCHMIDT-ABMANN, E./ WEBER, M. (2005): Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, Beck, München, 2005.

HÜNERWADEL, P./ TRANCHET, M. (2010): Akquisitionsfinanzierungen, Finanzierung als Erfolgsfaktor bei Akquisitionen, in: OERTLE, M et al. (Hrsg.): M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Dike, Zürich, St. Gallen, 2010, S. 361-379.

IFFLAND, J. (1999): Recent developments in securities regulation (Public takeover offers, disclosure of shareholdings, squeeze out), in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 71, H. 3, S. 145-149.

IFFLAND, J. (2007): Secret Swiss stake-building with CFDs, in: Professional Investor, December 2006 / January 2007, S. 20-22.

INDERBITZIN, M. (1993): Going Private und dem Going Private ähnliche Sachverhalte, Schulthess, Zürich, 1993.

JACKSON, G./ MIJAJIMA, H. (2007): Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA, Working Paper, abrufbar unter: <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/07e054.pdf>.

JANSEN, S. (2008): Mergers & Acquisitions, Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, Gabler, Wiesbaden, 5. Auflage, 2008.

JARRELL, G./ POULSEN, A. (1989): The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades, in: Financial Management, Vol. 18, No. 3, S. 12-19.

JENSEN, M. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, Nr. 1, S. 21-48.

JENSEN, M./ RUBACK, R. (1983): The Market for Corporate Control, in: Journal of Financial Economics 11, S. 5-50.

JENTSCH, V. (2010): Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung in der Schweiz, Eine empirische Untersuchung, in: Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Heft 3, S. 369-378.

J.P.MORGAN (2008): European mergers and acquisition review, Third-quarter 2008 highlights, abrufbar unter: <http://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/EuropeanMAreview3Q08.pdf?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1158550870950&blobheader=application%2Fpdf>.

KAPLAN, S. (1989): Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value, in: Journal of Finance, Vol. XLIV, No. 3, S. 611-632.

KASERER, C. (2001): Corporate Governance in der Schweiz – Eine ökonomisch orientierte Bestandsaufnahme, in: SCHAUER, R./ ASCHINGER, G. (Hrsg.): Probleme der Finanzmärkte: Währungs- und Finanzkrisen/ Aspekte der Unternehmensfinanzierung, Trauner, Linz, 2001, S. 175-195.

KAUP, K.(2008): Transaktionserfolg von Mergers & Acquisitions in der Logistik, Gabler, Wiesbaden, 2008.

KEMPER, O. (2007): Börsenrückzüge in Deutschland, Gabler, Wiesbaden, 2007.

KISGEN, D./ QIAN, J./ SONG, W. (2009): Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions, in: Journal of Financial Economics, Vol. 91, S. 179-207.

KLOSE, K. (2009): Investments in Immobilienaktien, in: BRUNNER, M (Hrsg.): Kapitalanlage mit Immobilien, Gabler, Wiesbaden, 2009.

KNOLL, L. (2008): Standpunkte zum CAPM: Beta-Faktor: Wider die Peer-Grouperitis, in: BewertungsPraktiker, Nr. 2, S. 13-14.

KNOLL, L./ WENGER, E: (2008): Marktrisikoprämien bei langfristigen Anlagehorizonten, Welche Vergütung ist für das Risiko von schweizerischen Aktien ausreichend?, in: Der Schweizer Treuhänder, Heft 9, S. 654-661.

KÖPFLI, C. (1998): Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot, in: Schweizerische Juristen-Zeitung 94 (1998), S. 53-65.

KÖPFLI, C. (2000): Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Schulthess, Zürich, 2000.

KOEPLIN, J./ SARIN, A./ SHAPIRO, A. (2000): The Private Company Discount, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 4, S. 94-101.

KOHLIK, K. (2003): Die Problematik von unterschiedlichen Aktiengattungen beim Squeeze-Out nach deutschem und schweizerischem Recht, in: M&A 12/2003, S. 529-537.

KOHLIK, K. (2005): Ausgewählte Aspekte von Going Private Transaktionen, Diss, Bamberg, 2005.

KOMOTO, K. (2000): The Present Status of Takeover Bids (TOB) and Their Effect on Stock Prices, NLI Research Institute 2000. No.147, abrufbar unter: <http://www.nli-research.co.jp/english/economics/2000/eco0012a.pdf>.

KRAFT, G./ JÄGER, M./ DREILING, A. (2003): Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Working Paper, abrufbar unter: <http://www.economiclaw.uni-halle.de/Heft11.pdf>.

KRIEGER, G. (2002): Squeeze-Out nach neuem Recht: Überblick und Zweifelsfragen, in: Betriebs-Berater, S. 53-62.

KRUSCHWITZ, L./ LÖFFLER, A. (1997): Ross' APT ist gescheitert. Was nun?, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (49) 1997, S. 644-651

KÜHN, W. (1992): Probleme mit Minderheitsaktionären in der Aktiengesellschaft, in: Betriebs-Berater, S. 291-299.

KÜNG, M./ HUBER, F./ KUSTER, M. (1998): Kommentar zum Börsengesetz, Band II, Q Verlag, Zürich, 1998.

KÜRSTEN, W. (2003): Synergetische Merger, Co-Insurance und Shareholder Value, oder: Wer profitiert von „wertschaffenden“ Fusionen?, abrufbar unter: <http://www.wiwi.uni-jena.de/Papers/wp-sw0103.pdf>.

KUMMER, D./ HOFFMEISTER, R. (1978): Valuation Consequences of Cash Tender Offers, in: The Journal of Finance, Vol. XXXIII, No. 2, S. 505-516.

KUNISCH, S. (2008): M&A-Markt 2007 in Deutschland – zwei unterschiedliche Jahreshälften, in: M&A Review, 2/2008, S. 57-65.

KUNISCH, S. (2009): Der Deutsche M&A-Markt 2008 – Im Zeichen der Finanzkrise, in: M&A Review, 2/2009, S. 47-55.

KUNZ, P. (1999): Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 71, H. 4, S. 181-191.

KUNZ, P. (2002): Richterliche Handhabe von Aktionärsstreitigkeiten – zu einer Methode für Interessenabwägungen sowie zur „Business Judgement Rule“, in: SCHWEIZER, J./ BURKERT, H./ GASSER, U. (Hrsg.): Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Schulthess, 2002.

KUNZ, P. (2002a): Zwischenhalt beim Schutz der Aktionäre, Oder: Wohin soll die Reise gehen?, in: Der Schweizer Treuhänder, 5/02, S. 402-408.

KUNZ, P. (2006): Kotierung sowie Dekotierung – oder: „Werden“ und „Sterben“ der Publikumsgesellschaften, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 2-3/2006, S. 117-138.

KUNZ, P. (2007): Die Vinkulierung als Geheimwaffe gegen unfreundliche Übernahmeveruche, in: Neue Zürcher Zeitung vom 17./18. November 2007, S. 33.

KUNZ, P. (2008): Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: VOGT, N./ STUPP, E./ DUBS, D. (Hrsg.): Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich, St. Gallen 2008, S. 229-257.

KURER, P. (2001): Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions III, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2001, S. 159-179.

LÄSER, M./ CRONE, H. von der (2008): Stellung des Aktionärs im Übernahmeverfahren vor der Übernahmekommission und der Bankenkommission Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 2A.508/2006 (BGE 133 II 81) vom 27. Februar 2007 i.S. AEM S.p.A. (Beschwerdeführerin) gegen die Übernahmekommission sowie die Eidgenössische Bankenkommission (Beschwerdegegnerinnen), in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 3, S. 356-365.

LAMBERT, C./ SCHLEIFFER, P. (2008): Auskunfts- und Einsichtsrecht, in: Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Sondernummer 2008, S. 98-103.

LANG, L./ STULZ, R./ WALKLING, R. (1989): Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers, in: Journal of Financial Economics, 24, S. 137-154.

LEHMANN, P. (2000): Missbrauch der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, Trüb-Sauerländer AG, Aarau, 2000.

LENENBACH, M. (2008): §53 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in: DERLEDER, P./ KNOPS, K.-O./ BAMBERGER, H. (Hrsg.): Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, Springer, Berlin, Heidelberg, 2. Auflage, 2008.

LENGAUER, D. (2002): Was brachte das Börsengesetz als Ergänzung zum Aktienrecht dem Aktionär?, in: Der Schweizer Treuhänder, H. 5, S. 469-478.

LENGAUER, D. (2002a): Die Rolle der Prüfstelle bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions IV, Schulthess, Zürich, Basel, Genf; S. 19-52.

LENGAUER, D./ UTZINGER, B./ MORF, C. (2003): Going Private – Rechtliche und steuerliche Aspekte, in: Der Schweizer Treuhänder 4/03, S. 277-284.

LENZ & STAEHLIN (2005): Änderungen der Arbeitsverträge mit dem Management: eine unzulässige Abwehrmaßnahme?, Klientenmemorandum Lenz & Staehlin, abrufbar unter: http://www.cfos.ch/fileadmin/user_upload/Dokumente/veranstaltungen/070514_M_A_RTsch_aeni_AtII.pdf.

LENZ & STAEHLIN (2007): Due Dilligence in öffentlichen Übernahmen – Lehren aus dem Fall der SIG Holding AG, Klientenmemorandum Lenz & Staehlin, abrufbar unter: http://www.cfos.ch/fileadmin/user_upload/Dokumente/veranstaltungen/070514_M_A_RTsch_aeni_AtIII.pdf.

LG DÜSSELDORF (2006): „Mannesmann-Verfahren“ vorläufig eingestellt, abrufbar unter: <http://www.lg-duesseldorf.nrw.de/presse/dokument/09-06.pdf>.

LIE, E./ LIE, H. (2002): Multiples Used to Estimate Corporate Value, in: Financial Analysts Journal, Vol. 58, No. 2, S. 44-54.

LIU, J./ NISSIM, D./ THOMAS, J. (2002): Equity Valuation Using Multiples, in: Journal of Accounting Research, Vol. 40, No. 1, S. 135-172.

LODERER, C. et. al. (2005): Handbuch der Bewertung: Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien, 3. Auflage, Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich, 2005.

LOUGHRAN, T./ VIJH, A. (1997): Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisition?, in: The Journal of Finance, Vol. LII, No. 5, S. 1765-1790.

LUBATKIN, M. (1987): Merger Strategies and Stockholder Value, in: Strategic Management Journal, Vol. 8, S. 39-53.

LUCIER, C./ WHEELER, S./ HABEL, R. (2007): The Era of the Inclusive Leader, abrufbar unter: http://www.strategy-business.com/media/file/sb47_07205.pdf.

LÜCHINGER, S. (2004): Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VI, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2004; S. 233-269.

LÜTOLF, P./ NEUMANN, A. (2004): Going Private versus Staying Public, in: Der Schweizer Treuhänder, H. 10, S. 825-832.

LUGINBÜHL, J. (2009): Öffentliche Umtauschangebote – Ausgewählte Aspekte aus der Praxis, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XI, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2009, S. 161-223.

LUTZ, G./ GERBER, R. (2004): Öffentliche Übernahmen und ihre Steuertücken, abrufbar unter: <http://www2.eycom.ch/publications/items/praxis/200402/de.pdf>, S. 22-25.

MACHLIN, J./ CHOE, H./ MILES, J. (1993): The Effect of Golden Parachutes on Take-over Activity, in: Journal of Law and Economics, Vol. XXXVI, S. 861-876.

MACKINLEY, A. C. (1997): Event Studies in Economics and Finance, in: Journal of Economic Literature, Vol. XXXV, S. 13-39.

MÄNTYSAARI, P. (2010): The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, Volume III: Funding, Exit, Takeovers, Springer, Heidelberg, 2010.

MAGENHEIM, E./ MUELLER, D. (1988): Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition, in: COFFEE, J. et al. (Hrsg.): Knights, Raiders, and Targets. The Impact of the Hostile Takeover. New York 1988, S. 171-193.

MALATESTA, P. (1983): The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms, in: Journal of Financial Economics 11, S. 155-181.

MARGIOTTA, A. (2005): Interessenkonflikte des Verwaltungsrats im Rahmen öffentlicher Übernahmeangebote, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis; Zürich; Basel; Genf: Schulthess, 2005, S. 131-172.

MARGIOTTA, A. (2007): Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, H. 3, S. 244-260.

MARGIOTTA, A./ CHABLOZ, I. (2005): Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: Schweizerische Zeitung für Wirtschaftsrecht, 4/2005, S. 199-210.

MARTIN, K. (1996): The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership, in: Journal of Finance, Vol.LI, No. 4, S. 1227-1246.

MARTYNOVA, M./ RENNEBOOG, L. (2005): A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?, ECGI - Finance Working Paper No. 97/2005, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=820984.

MARTYNOVA, M./ RENNEBOOG, L. (2006): The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941731.

MEIER, D. (2005): Schweizer Firmen geraten ins Visier ausländischer Angreifer – Bitte recht unfreundlich!, in: Tagesanzeiger vom 30. Juli 2005, S. 9.

MEIER-SCHATZ, C. (1996): Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: MEIER-SCHATZ, C. (Hrsg.): Das neue Börsengesetz der Schweiz, Haupt 1996, S. 93-133.

MENZ, M./ CLÜVER, H. (2009): Berg- und Talfahrt im Schweizer M&A-Markt 2008, in: M&A Review, 4/2009, S. 183-189.

MEULBROEK, L./ HART, C. (1997): The Effect of Illegal Insider Trading on Takeover Premia, in: *European Finance Review*, No. 1, S. 51-80.

MITCHELL, M./ STAFFORD, E. (2000): Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance, in: *Journal of Business*, Vol. 73, No. 3, S. 287-329.

MÖLLER, B. (1998): Die Stellung des Aktionärs bei Übernahmen börsenkotierter Unternehmen: Optionen und rechtliche Grenzen im schweizerischen und im englischen Recht, Lang, Frankfurt a.M., Berlin, Bern, New York, Paris, Wien, 1998.

MOELLER, T. (2005): Let's make a deal! How shareholder control impacts merger payoffs, in: *Journal of Financial Economics*, 76, S. 167-190.

MORELLEC, E./ ZHDANOV, A. (2008): Financing and Takeovers, in: *Journal of Financial Economics*, 87, S. 556-581.

MOSER, U./ PRÜHER, M. (2002): Vorteilhaftigkeit von Squeeze-outs am deutschen Markt, in: *Finanz-Betrieb*, Nr. 6, S. 361-366.

NATER, M. (2001): Die Strafbestimmungen des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), Schulthess, Zürich, 2001.

NATHAN, K./ O'KEEFE, T. (1989): The Rise in Takeover Premiums, An Exploratory Study, in: *Journal of Financial Economics*, 23, S. 101-119.

NESTLER, A. (2012): Bewertungen von KMU: Aktuelle Hinweise des IDW zur praktischen Anwendung des IDW S1, in: *Betriebs-Berater*, 20.2012, S. 1271-1275.

NEUMEUER, B./ FRITZSCHE, M. (2002): Due Dilligence im Rahmen eines Going Private, in: RICHARD, J./ WEINHEIMER, S. (Hrsg.): *Handbuch Going Private*, Verl. Recht und Wirtschaft, Heidelberg, 2002.

NOBEL, P. (1998): Börsengesetz: Zur Kraftloserklärung von Restiteln aus früheren öffentlichen Kaufangeboten, In: *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, H. 1, S. 37-40.

NOBEL, P. (1998a) : Workshop: Übernahme von Publikumsgesellschaften oder: Die Zielgesellschaft als "Target", in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): *Mergers & Acquisitions*, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 1998; S. 151-172.

NUSSBAUMER, A. (2007): Abfindungsfusion oder Kraftloserklärung nach öffentlichem Übernahmeangebot? Zum Verhältnis von Art. 8 Abs. 2 FusG und Art. 33 BEHG, in: DÉDEYAN(Hrsg.): *Vertrauen, Vertrag, Verantwortung*, Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Schulthess, Zürich, 2007, S. 365-382

OFFICER, M. (2003): Termination fees in mergers and acquisitions, in: *Journal of Financial Economics*, 69, S. 431-467.

OTT, N. (2008): Der übernahmerechtliche Squeeze-out gemäß §§ 39a f. WpÜG, in: *Wertpapier-Mitteilungen*, Heft 9, S. 384-391.

O.V. (1999) : Vorschlag zur Ablösung des freiwilligen Kodexes, in : Neue Zürcher Zeitung vom 03. Februar 1999, S. 31.

O.V. (2003): Postulat. Übernahmekommission. Vereinbarkeit als Mitglied der Kommission und als Mitglied eines Verwaltungsrats, abrufbar unter: http://search.parlament.ch/cv-geschaefte?gesch_id=20033566.

O.V. (2005): Staatsrat gefordert, in Berner Zeitung vom 4. August 2005, S. 22.

PETER, C. (2005): Soll der schweizerische Insiderartikel demnächst wirklich als hinkender exotischer Zwitter einbetoniert werden?, in: WALDBURGER, R. et.al. (Hrsg.): Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts – Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag, Stämpfli, Bern, 2005, S. 583-591.

PETER, H. (1990): Les Offres Publiques d'achat en Suisse: Analyse et évolution, en particulier depuis l'entrée en vigueur du nouveau «Code Suisse des OPA», in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 4/90, S. 153-170.

PETER, H./ BLAAS, S./ ROOS, L. (2010): Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechts: sneaking tactics, level playing field und Auktionspflicht, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 3, S. 173-185.

PETERSON, P. (1989): Event Studies: A Review of Issues and Methodology, in: Quarterly Journal of Business & Economics, Vol. 28, S. 36-66.

PICTET & CIE (2010): Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2009), abrufbar unter: <http://www.pictet.com/de/home/communications/research/special/performance.html>.

PLANTA, A. von (2010): Sind die Aktionäre wirklich Eigentümer der Gesellschaft? Ein Beitrag zur Diskussion um die Stärkung der Aktionärsrechte, in: OERTLE, M et al. (Hrsg.): M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Dike, Zürich, St. Gallen, 2010, S. 397-409.

POUND, J. (1987): The Effects of Antitakeover Amendments on Takeover Activity: Some direct Evidence, in: Journal of Law & Economics, Vol. XXX, S. 353-367.

POUND, J./ LEHN, K./ JARRELL, G. (1986): Are Takeovers Hostile to Economic Performance?, in: Regulation, 10(1), S. 25-30.

RAGGENBASS, M. (1999): Übernahmestrategien eines Bieters zum Erwerb von 100% der Aktien einer börsenkotierten Gesellschaft; Schulthess, Zürich, 1999.

RAMAN, K./ SHIVAKUMAR, L./ TAMAYO, A. (2008): Targets' earnings quality and bidders' takeover decisions, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1345581.

RAMPINI, C./ REITER, M. (2007): 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote, Art. 33, in: WATTER, R./ VOGT, N. (Hrsg.): Börsengesetz, Basler Kommentar, Helbing Lichtenhahn Verlag, 2007, S. 630-642.

RAMPINI, C./ WIESER, C. (2010): Bundesgerichtliche Klarstellungen zum Begriff des indirekten Erwerbs und zur Stellung des Meldepflichtigen im Verfahren vor der FINMA, Besprechung des Urteils des schweizerischen Bundesgerichts vom 11. März 2010 in den Verfahren 2C_77/2009 und 2C_78/2009, in: Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Heft 2, S. 240-245.

RATHAUSKY, U. (2004): Empirische Untersuchung zur Frage der ökonomischen Vorteilhaftigkeit des Squeeze-out in Deutschland, in: Finanz-Betrieb, Heft 2, S. 107-114.

REHKUGLER, H. (2003): Die Immobilien-AG, Bewertung und Marktattraktivität, Oldenbourg, München, 2003.

REISER, N./ CRONE, H. von der (2012): Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 1/2012, S. 29-44.

REUL, J. (1991): Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen: Eine juristische und ökonomische Analyse, Tübingen. Mohr, 1991

REUTTER, T. (2002): Das bedingte Übernahmeangebot, Dissertation, Schulthess Juristische Medien AG, Zürich, 2002.

REUTTER, T./ PELLANDA, K. (2007): 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote, Art. 31, in: WATTER, R./ VOGT, N. (Hrsg.): Börsengesetz, Basler Kommentar, Helbing Lichtenhahn Verlag, 2007, S. 558-571.

RICHARD, J. (2002): Minderheitsaktionäre und ihre „Schutzbedürftigkeit“ bei Going Private-Transaktionen aus ökonomischer Sicht, in: RICHARD, J./ WEINHEIMER, S. (Hrsg.): Handbuch Going Private, Verl. Recht und Wirtschaft, Heidelberg, 2002.

RÖTHLISBERGER, A./ NÄGELI, E. (2004): Defending against a Hostile Bid, A Defence Support Manual for SWX Swiss Exchange Listed Companies, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2004.

ROLL, R. (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: Journal of Business, Vol. 59, No. 2, S. 197-216.

ROLL, R. (1988): Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth, in: COFFEE, J. et al. (Hrsg.): Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover, Oxford University Press, 1988, S. 241-252.

ROMERIO, F. (2005): Öffentliche Übernahmeangebote aus Sicht des Rechtsberaters, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis; Zürich; Basel; Genf: Schulthess, 2005, S. 17-48.

ROMERIO, F./ GERHARD, F. (2007): Due Dilligence und öffentliche Übernahmen, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, 1/2007, S. 1-17.

ROMERIO, F./ GERHARD, F. (2008): Schweiz, in: ESSELER, W./ LOBE, S./ RÖDER, K. (Hrsg): Fairness Opinion, Grundlagen und Anwendungen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2008.

ROMERIO, F./ GERHARD, F. (2009): Harwanne – Erster Testfall für die neue Verfahrensordnung im Übernahmerecht, Besprechung der Verfügung der Übernahmekommission, der FINMA und des Bundesverwaltungsgerichts i.S. Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA, Genf, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, Heft 3, S. 355-361.

ROSS, S./ WESTERFIELD, R./ JAFFE, J. (2002): Corporate Finance, 6th Edition, Irwin McGraw-Hill, Boston, 2002.

ROSSI, S./ VOLPIN, P. (2003): Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions, ECGI - Finance Working Paper No. 25/2003, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=395020.

RUFFNER, M./ KOHLIK, K. (2005): Einführung und Verortung neuer Schutzinstrumente beim freiwilligen Börsenrückzug – eine Analogiebetrachtung zum deutschen „Macrotron“-Entscheid, in: WALDBURGER, R. et.al. (Hrsg.): Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts – Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag, Stämpfli, Bern, 2005, S. 613-649.

SALLEO, C. (2008): Mergers and Acquisitions: Old Issue, New Evidence?, Working Paper, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1102406.

SAUER, A. (1991): Die Bereinigung von Aktienkursen, abrufbar unter: <http://finance.fbv.uni-karlsruhe.de/download/docber.pdf>.

SAUNDERS, P. (1998): Control Premiums, Minority Discounts, and Marketability Discounts, abrufbar unter: <http://www.philipsaunders.com/TheFirm/Publications/ControlPremiums/tabid/96/Default.aspx>.

SAUSER, R./ DUNANT, O. (2004): Schutz der Minderheitsaktionäre bei Fusionen, abrufbar unter: <http://www2.eycom.ch/publications/items/praxis/200402/de.pdf>, S. 4-7.

SAVOR, P./ LU, Q. (2009): Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?, in: The Journal of Finance, Vol. LXIV, No. 3, S. 1061-1097.

SCHACHT, M. (2002): Das Insiderhandelsverbot bei Öffentlichen Übernahmeangeboten, Eine rechtsvergleichende Untersuchung zur Reichweite des Insiderhandelsverbots bei besonderen Mitteln der Kontrollerlangung über Aktiengesellschaften in den USA und Deutschland, Nomos, Baden-Baden, 2002.

SCHÄREN, S. (2008): Best Price Rule im Schweizerischen Übernahmerecht, Übersicht über die Rechtslage unter Berücksichtigung der jüngeren Praxis der Übernahmekommission, in: Der Schweizer Treuhänder, 6-7, S. 449-456.

SCHÄRER, C. (2005): Bedingungen öffentlicher Übernahmeangebote, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis; Zürich; Basel; Genf: Schulthess, 2005, S. 71-90.

SCHÄRER, H. (2010): Verfahrensfragen im neuen Übernahmerecht, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XII, Zürich, S. 79-118.

SCHÄRER, H./ APPENZELLER, H. (2003): Swiss Takeover Law, M&A Handbook 2003, abrufbar unter: www.homburger.ch.

SCHÄRER, H./ AREGGER, T. (2003): Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 75(2003), H. 3, S. 146-157.

SCHÄRER, H./ ZEITER, H. (2003): Going Private Transaktionen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions V, Zürich, S. 35-73.

SCHANZ, K.-M. (2008): Schaeffler/Continental: Umgehung von Meldepflichten bei öffentlichen Übernahmen durch Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten, in: Der Betrieb, Heft 35, S. 1899-1905.

SCHANZ, K.-M. (2011): Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Einführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out's, abrufbar unter: <http://www.licofi.de/index4.php?id=52>.

SCHELLENBERG WITTMER (2006): Vorbereitung auf öffentliche Übernahme-Angebote: Pflichten und Gestaltungsmöglichkeiten des Verwaltungsrats, abrufbar unter: http://www.swlegal.ch/downloads/newsletters/SWnews_1106G.pdf.

SCHELLENBERG WITTMER (2007): Übernahmeangebote aus Sicht des Anbieters, abrufbar unter: http://www.swlegal.ch/downloads/newsletters/SWnews_0307G.pdf.

SCHELLER, K. (1999): Performance of Corporate Acquisitions over the Medium Term in Germany, Gabler, Wiesbaden, 1999.

SCHENKER, U. (1998): Steuerliche Aspekte in Übernahmeverträgen – Eine Einführung, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 1998; S. 173-191.

SCHENKER, U. (2001): Due Dilligence beim Unternehmenskauf, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions III, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2001, S. 209-236.

SCHENKER, U.(2002): Steuerfolgen bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions IV, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2002, S. 223-253.

SCHENKER, U. (2005): Öffentliche Übernahmeangebote: rechtliche und steuerliche Aspekte, Baker & McKenzie, Zürich, 2005.

SCHENKER, U. (2006): Der steuerfreie private Kapitalgewinn beim Unternehmensverkauf – eine Regel mit Ausnahmen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VIII, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2006, S. 211-246.

SCHENKER, U. (2007): Die Besteuerung von Privatpersonen beim Verkauf von Beteiligungen – Günstigere Rahmenbedingungen durch das Bundesgesetz über dringende Anpassungen bei der Unternehmensbesteuerung, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions IX, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2007; S. 185-220.

SCHENKER, U. (2009): Schweizerisches Übernahmerecht, Stämpfli, Bern, 2009.

SCHIESSL, M. (2003): Fairness Opinions im Übernahme- und Gesellschaftsrecht, abrufbar unter: <http://www.atypon-link.com/WDG/doi/pdf/10.1515/zgre.2003.034>.

SCHILTKNECHT, R. (1999): 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote Art. 33 BEHG, in: VOGT, N./ WATTER, R. (Hrsg.): Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Helbing & Lichtenhahn, Basel, Genf, München, 1999.

SCHLEIFFER, P. (2004): No Material Adverse Change, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VI, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2004, S. 53-107.

SCHLEIFFER, P. (2006): Offenlegungs- und übernahmerechtliche Aspekte bei Kapitalmarkttransaktionen, in: REUTTER et al. (Hrsg.): Kapitalmarkttransaktionen I, Zürich/Basel/Geneva 2006, S. 125-175.

SCHMID, C. (2007): Nicht nur Revisoren, auch Verwaltungsräte sind gefährdet, in: Neue Zürcher Zeitung vom 3. Mai 2007, S. 29.

SCHMID, F. (2006): Break Fee-Vereinbarungen, Ein auch in der Schweiz vermehrt auftretendes Instrument zur Risikokalkulierung und Transaktionssicherung bei Übernahmen, Working Paper, abrufbar unter: http://www.ibr.unibe.ch/content/e8901/e8909/e9006/e9007/Working_Paper_break_fees.pdf.

SCHMIDT, H./ PRIGGE, S./ SUCKEL, R. (2003): Erste Erfahrungen mit dem Übernahmegesetz, in: RICHTER, F./ SCHÜLER, A./ SCHWETZLER, B. (Hrsg.): Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert. Festschrift für Jochen Drukarczyk. München 2003, S. 331-359.

SCHMITT, D./ MOLL, R. (2007): Übernahmeprämien am deutschen Kapitalmarkt, in: Finanz-Betrieb, 4/2007, S. 201-209.

SCHNITZER, M. (1996): Hostile versus Friendly Takeovers, In: *Economica*, 63, S. 37-55.

SCHNYDRIG, A./ VISCHER, M. (2006): Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, in: *Allgemeine juristische Praxis*, H. 10, S. 1192-1206.

SCHÖNEFELDER, L. (2007): Unternehmensbewertungen im Rahmen von Fairness Opinions – eine adressatenbezogene Untersuchung, Schaan, Gutenberg Druck, 2007, abrufbar unter: [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3360/\\$FILE/dis3360.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3360/$FILE/dis3360.pdf).

SCHREIER, M. (2002): Immobilienaktiengesellschaften als alternatives Investment, Books on Demand GmbH, Norderstedt, 2002.

SCHULTE, K.-W./ MATZEN, F. (2003): Unternehmensbewertung von bestandserhaltenden Immobilienunternehmen: Eine kritische Betrachtung der Net Asset Value-Methode, in: RICHTER, F./ SCHÜLER, A./ SCHWETZLER, B. (Hrsg.): Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert. Festschrift für Jochen Drukarczyk. München 2003, S. 383-408.

SCHULZ, B. (2007): Neue Helfer für die Verteidigung gegen feindliche Aufkäufer, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 31. Mai 2007, S. 23.

SCHUSTER, S./ RUDOLF, S. (1999): Übernahmerecht in der Schweiz, in: ROSEN, R./ SEIFERT, W. (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, DAI, Frankfurt, 1999, S. 41-76.

SCHWARZ, G. (2007): Der „richtige“ Preis für Managementarbeit, in: Neue Zürcher Zeitung vom 10./11. März 2007, S. 23.

SCHWEIZ. STEUERKONFERENZ SSK (2007): Die Einkommensteuer natürlicher Personen, abrufbar unter: <http://www.estv.admin.ch/d/dokumentation/publikationen/dok/dossier/d5.pdf>.

SCHWERT, G. (2000): Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?, in: The Journal of Finance, Vol. LV, No. 6, S. 2599-2640.

SCHWICHTENBERG, J. (2001): Going Private und Squeezeouts in Deutschland, in: Deutsches Steuerrecht, S. 2075-2082.

SERVAES, H. (1991): Tobin's Q and the Gains from Takeovers, in: The Journal of Finance, Vol. LXVI, No. 1, S. 409-419.

SHARPE, W. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: The Journal of Finance, Vol 19, S. 425-442.

SIEGRIST, L./ RAUSCHENBERGER, R. (2003): Unternehmensbewertung, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions V, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, S. 187-200.

SLUSKY, A./ CAVES, R. (1991): Synergy, Agency and the Determinants of Premia Paid in Mergers, in: The Journal of Industrial Economics, Vol. XXXIX, No. 3, S. 277-296.

SMITH, R./ KIM, J. (1994): The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns, in: Journal of Business, Vol. 67, No. 2, S. 281-310.

SOLENTHALER, E. (2005): Saia findet Weg aus der Sackgasse, In: Tagesanzeiger vom 27. August 2005, S. 27.

SPIWOKS, M. (2002): Ansätze zur Überprüfung der Hypothese informations-effizienter Kapitalmärkte, Studien der Sonderforschungsgruppe Institutionenanalyse (sofia), Nr. 02-5, abrufbar unter: <http://www.sofia-darmstadt.de/fileadmin/Dokumente/Studien/2002/02-5.pdf>.

SPORI, P./ MOSER, M. (2004): Fusionsgesetz: Kongruenzen und Inkongruenzen zwischen Zivil- und Steuerrecht, in: Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins, Band 140, S. 301-354.

STÄDELI, M. (2010): Störenfriede der Grossen, Minderheitsaktionäre geniessen in der Schweiz wenig Schutz. Das demonstriert Novartis nun der ganzen Welt, in: Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 11. Juli 2010, S. 25.

STRAZZER, R. (1993): Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz, Schulthess, Zürich, 1993.

STREHL, B. (2005): Cross-Border Tender- und Exchange Offer, Das internationale Kollisionsrecht des U.S. Takeover Law, des deutschen Übernahmerechts und der Europäischen Übernahmerrichtlinie im Rechtsvergleich, dissertation.de – Verlag im Internet GmbH, Frankfurt, 2005.

SUBRAMANIAN, G. (2004): Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory & Evidence, Working Paper, abrufbar unter: http://www.law.harvard.edu/programs/plp/pdf/Subramanian_paper.pdf.

SUDARSANAM, S./ SORWAR, G. (2010): Determinants of Takeover Premium in Cash Offers: An Option Pricing Approach, in: Journal of Business Finance & Accounting, March 2010, S. 1-28.

SUDARSANAM, S./ SORWAR, G. (2010a): Determinants of Takeover Premium in Share-exchange Offers: An Option Pricing Approach, Working Paper, abrufbar unter: <http://www.istfin.eco.usi.ch/sorwar-126889.pdf>.

SUPERINA, M. (2008): 10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions X, Zürich, 2008, S. 239-262.

SWX Swiss Exchange (2006): Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote, abrufbar unter: http://www.swx.com/download/trading/training/2_offenl_de.pdf.

SWX Swiss Exchange (2007): Regulatorische Rahmenbedingungen für Emittenten, Handel von SWX-kotierten Effekten an der virt-X, abrufbar unter: http://www.swx.com/download/admission/listing/equity_market/regulatory_framework_de.pdf.

SWX Swiss Exchange (2007a): Opting Up/ Opting Out, abrufbar unter: http://www.swx.com/admission/listing/equity_market/opting/search_de.html?opting=all&string=*.

TREUHAND-KAMMER (1998): Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung 1998, Band 4.

TSCHÄNI, R. (1991): Unternehmensübernahmen nach Schweizer Recht, Helbing & Lichtenhahn, Basel und Frankfurt am Main, 1991.

TSCHÄNI, R. (1998): Übernahme- und Zusammenschlussformen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 1998; S. 1-57.

TSCHÄNI, R. (2001): Erster Bundesgerichtsentscheid zum börsengesetzlichen Übernahmerecht, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 6/2001, S. 298-304.

TSCHÄNI, R. (2003): M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2003.

TSCHÄNI, R. (2004): Die Gruppe im Übernahmerecht – „Are we really all one?“, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VI, Schulthess, Zürich, Basel, Genf; S. 179-231.

TSCHÄNI, R. (2004a): Tragweite und Auswirkungen der sog. Auktionsregel bei konkurrierenden öffentlichen Übernahmeangeboten, in: VON DER CRONE et al. (Hrsg.): Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 419-428

TSCHÄNI, R. (2008): Fusionen versus öffentliche Tauschangebote bei Publikumsgesellschaften, in: VOGT, N./ STUPP, E./ DUBS, D. (Hrsg.): Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich, St. Gallen 2008, 429-447.

TSCHÄNI, R. (2010): Squeeze-out, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XII, Zürich, S. 37-77.

TSCHÄNI, R./ DIEM, H.-J. (2005): Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VII, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2005; S. 51-112.

TSCHÄNI, R./ DIEM, H.-J. (2006): Übernahmekämpfe, Lehren aus den Fällen Forbo, Unaxis, Leica und Saia-Burgess, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 1/2006, S. 54-59.

TSCHÄNI, R./ DIEM, H.-J. (2008): Das Defence- bzw. M&A-Manual, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 98-128.

TSCHÄNI, R./ DIEM, H.-J./ WOLF, M. (2009): Das revidierte Recht öffentlicher Kaufangebote, in Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, Heft 1, S. 87-95.

TSCHÄNI, R./ IFFLAND, J. (2002): Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebots, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions IV, Schulthess, Zürich, Basel, Genf; S. 121-221.

TSCHÄNI, R./ IFFLAND, J./ DIEM, H.-J. (2007): Öffentliche Kaufangebote, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2007.

TSCHÄNI, R./ IFFLAND, J./ DIEM, H.-J. (2007a): 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote, Art. 22-30, in: WATTER, R./ VOGT, N. (Hrsg.): Börsengesetz, Basler Kommentar, Helbing Lichtenhahn Verlag, 2007, S. 451-557.

TSCHÄNI, R./ IFFLAND, J./ DIEM, H.-J. (2010): Öffentliche Kaufangebote, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2. Auflage, 2010.

TSCHÄNI, R./ OERTLE, M. (1999): 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote Art. 22-30 BEHG, in: VOGT, N./ WATTER, R. (Hrsg.): Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Helbing & Lichtenhahn, Basel, Genf, München, 1999.

TUCH, C./ O'SULLIVAN, N. (2007): The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence, in: International Journal of Management Reviews, Vol. 9, Issue 2, S. 141-170.

UEK (1997): Kraftloserklärung der „restlichen Beteiligungspapiere“ nach einem öffentlichen Übernahmeangebot, Mitteilung Nr. 3 der UEK, abrufbar unter: www.takeover.ch.

UEK (2009): Freiwillige öffentliche Tauschangebote, Mitteilung Nr. 4 vom 9. Februar 2009, abrufbar unter: www.takeover.ch.

UHLIG, A. (2007): Härtere Zeiten für Profiteure von „goldenen Fallschirmen“, in: Neue Zürcher Zeitung vom 16. Juli 2007, S. 13.

VARAIYA, N. (1987): Determinants of Premiums in Acquisition Transactions, in: Managerial and Decision Economics, Vol. 8, S. 175-184.

VAUPEL, C./ UHL, L. (2003): Insiderrechtliche Aspekte bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, in: Wertpapier-Mitteilungen, Heft 44, S. 2126-2137.

VOLKART, R. (2002): Unternehmensbewertung und Akquisitionen, 2. Auflage, Versus, Zürich, 2002.

VOLKART, R./ DAENIKER, D./ HOFSTETTER, K. (2011): Gegen eine Abschaffung der Kontrollprämie, in: Neue Zürcher Zeitung vom 25.11.2011.

VOSS, I. (2005): Das M&A-Jahr in Deutschland - Geschäft zieht weltweit an, Deutschland zieht hinterher, in: M&A Review, 2/2005, S. 50-55.

VOSS, I. (2006): M&A-Jahr 2005 in Deutschland: Deutlicher Aufschwung, in: M&A Review, 1/2006, S. 1-7.

VOSS, I. (2007): M&A-Rekordjahr 2006: Deutschland im weltweiten Trend, in: M&A Review, 2/2007, S. 49-56.

WADEWITZ, S. (2007): Nach Übernahmen landen deutsche Manager weich, in: Börsen-Zeitung vom 18. April 2007, S. 11.

WANSLEY, J./ LANE, W./ YANG, H. (1987): Gains to Bidder Firms in Cash and Securities Transactions, in: The Financial Review, Vol. 22, No. 4, S. 403-414.

WATTER, R. (1990): Unternehmensübernahmen, Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Schulthess, Zürich 1990.

WATTER, R. (2002): Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions IV, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, S. 1-17.

WATTER, R. (2013a): Vertragliches Verbot von Angeboten oder einer Angebotserhöhung («Standstills»), in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 2/2013, S. 266-273.

WATTER, R. (2013b): Zusammenschluss mit einer kotierten Gesellschaft und resultierendem Grossaktionär – Transaktionsspezifisches Opting-out (endlich wieder) möglich?, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XV, Schulthess, 2013, Zürich, Basel, Genf, S. 7-40.

- WATTER, R./ DUBS, D. (1998):** Organverhaltens- und Organhaftungsregeln im Börsenrecht, in: Aktuelle Juristische Praxis, 11/98, S. 1308-1326.
- WATTER, R./ DUBS, D. (2007):** Wettlauf der «Waffensysteme» bei Unternehmensübernahmen, in: Neue Zürcher Zeitung vom 24. Januar 2007, S. 31.
- WATTER, R./ DUBS, S. (2008):** Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions X, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2008, S. 173-211.
- WATTER, R./ DUBS, S. (2010):** Anchor Shareholders und Großaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XII, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2010, S. 1-36.
- WATTER, R./ MAIZAR, K. (2005):** Konkurrierende Übernahmeangebote, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VII, Schulthess, Zürich, Basel, Genf; S. 1-50.
- WATTER, R./ RAMPINI, C. (2001):** Proxy Fights, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions III, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2001, S. 1-28.
- WATTER, R./ RHODE, T. (2006):** Fusion und Pflichtangebot, In: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VIII, Schulthess, Zürich, Basel, Genf, 2006; S. 1-28.
- WATTER, R./ SCHNELLER, Y. (2007):** Umgang mit Vollzugs- und Übertragungshindernissen im M&A-Verträgen, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions IX, Schulthess, Zürich, Basel, Genf; S. 221-279.
- WEAVER, W. (1998):** Discounts and other Adjustments to Fair Market Value Estimates, abrufbar unter: http://www.bus.ucf.edu/weaver/BV%20&%20Litigation%20Support%20Articles/articles/discounts_and_other_adjustments_.htm.
- WEBER, C. (2005):** Transaktionsboni für Vorstandsmitglieder: Zwischen Gewinnchancen und Interessenkonflikt, Duncker & Humblot, Berlin, 2005.
- WEBER, R. (2002):** Börsenrecht: Börsengesetz, Verordnungen, Selbstregulierungserlasse; Zürich, 2001.
- WEICHSLER, T. (2009):** Corporate Governance und Shareholder Value – Eine Empirische Untersuchung am Beispiel der Schweiz, Difo-Druck GmbH, Bamberg, 2009.
- WEIDMANN, M./ HEUBERGER, R. (2007):** Abfindungs- und Dreiecksfusion, in: IFF Forum für Steuerrecht, S. 194-208.
- WEISS, M. (2003):** Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach US-amerikanischem und deutschem Recht, Dissertation, abrufbar unter: <http://kops.ub.uni-konstanz.de/volltexte/2003/1113/pdf/WeissM.pdf>.
- WENGER, E. (1989):** Hostile Takeovers: Wo steht der Feind, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 6, 18. Jahrgang, S. 269.
- WENGER, E. (2001):** Kurzkommentar zum Urteil des BGH vom 12.03.01 – II ZB 15/00 (Dreimonatiger Referenzzeitraum für die Ermittlung eines Börsenkurses zum Zwecke der

Bemessung einer Abfindung für außenstehende Aktionäre), in: EWiR - Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht, 17. Jg. (13. Juli 2001), S. 605-606.

WENGER, E. (2003): Der unerwünscht niedrige Basiszins als Störfaktor bei der Ausbootung von Minderheiten, in: RICHTER, F./ SCHÜLER, A./ SCHWETZLER, B. (Hrsg.): Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert. Festschrift für Jochen Drukarczyk. München 2003, S. 475-495.

WENGER, E. (2004): Merkwürdigkeiten um Aletsch-Kaufofferte – Mit der sogenannten Fairness Opinion auf Beutezug, in: Finanz und Wirtschaft vom 26.06.2004, S. 22.

WENGER, E./ HECKER, R. (1995): Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt: Eine kritische Bestandsaufnahme im internationalen Vergleich, in: ifo Studien, Zeitschrift für empirische Wirtschaftsforschung, Heft 1, 41. Jahrgang, S. 51-87.

WENGER, E./ HECKER, R. (2004): Der Vorzugsaktionär als bevorzugtes Plünderungsopfer, in: DIRRIGL, H./ WELLISCH, D./ WENGER, E. (Hrsg.): Steuern, Rechnungslegung und Kapitalmarkt. Festschrift für Franz W. Wagner zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 2004, S. 265-295.

WENGER, E./ HECKER, R./ KNOESEL, J. (1997): Abfindungsregeln und Minderheitenschutz bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, in : GAHLEN, B./ HESSE, H./ RAMSER, H. J. (Hrsg.): Schriftenreihe des wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Bd. 26, Finanzmärkte, Tübingen, S. 93 – 145.

WENGER, E./ KASERER, C./ HECKER, R. (2001): Konzernbildung und Ausschluss von Minderheiten im neuen Übernahmerecht: Eine verpasste Chance für einen marktorientierten Minderheitenschutz, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Heft 5, S. 317-448.

WERLEN, S. (2001): Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Schulthess, Zürich, 2001.

WEY, R. (2002): Neuste Entwicklungen des Schweizerischen Finanzmarktrechts: Offenlegung von Beteiligungen, öffentliche Kaufangebote, Ausnahmen von der Angebotspflicht, Squeeze out, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 74, H. 3, S. 190-204.

WIRTZ, H. (2004): Übernahmeangebote und sonstige öffentliche Angebote zum Erwerb von Aktien, Ausgestaltungsmöglichkeiten und deren Beschränkung durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Diskussionsbeitrag Nr. 353, abrufbar unter: http://www.fernuni-hagen.de/bitz/uploads/tx_bitzdownloads/db353_hw_2004.pdf.

WÖTZEL, R. (2004): Mergers & Acquisition im wirtschaftlichen Abschwung, Herausforderungen im Anforderungsprofil der M&A Beratung, in: TSCHÄNI, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VI, Schulthess, Zürich, Basel, Genf; S. 159-178.

WOLF, M./ GABERTHÜEL, T. (2013): Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, in: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, 2/2013, S. 195-215.

WULF, J. (2004): Do CEOs in Merger Trade Power for Premium? Evidence from “Merger of Equals”, in: Journal of Law Economics & Organization, Vol. 20, No. 1, S. 60-101.

WYSS, H.-P. (2006): Prüfung von öffentlichen Übernahmeangeboten, Ausgewählte Aspekte aus Sicht der Prüfstelle, in: Der Schweizer Treuhänder, H. 4, S. 227-232.

YUCE, A./ NG, A. (2005): Effects of Private and Public Canadian Mergers, in: Canadian Journal of Administrative Science, 22(2), S. 111-124.